

2017 年资兴市城市建设投资有限责任公司

公司债券第一期、第二期

2019 年跟踪信用评级报告



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【2019】跟踪第
【577】号 01

债券简称：

第一期：17 资兴城投 01/
17 资城 01
第二期：17 资兴城投 02/
17 资城 02

增信方式：

两期均为保证担保

担保主体：

第一期：瀚华融资担保股份
有限公司
第二期：重庆进出口融资
担保有限公司

债券剩余规模：

第一期：8 亿元
第二期：5 亿元

债券到期日期：

第一期：2024 年 5 月 3 日
第二期：2024 年 9 月 26 日

债券偿还方式：两期债券
均为每年付息一次，分次
还本，在债券存续期的第
3-7 个计息年度末按 20% 的
比例逐年等额偿还债券本
金

分析师

姓名：

王强 刘伟强

电话：

0755-82872611

邮箱：

wangq@cspengyuan.com

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

2017 年资兴市城市建设投资有限责任公司公司债券 第一期、第二期 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	17 资城 01：AA+	17 资城 01：AA+
	17 资城 02：AA+	17 资城 02：AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 24 日	2018 年 6 月 25 日

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”）对资兴市城市建设投资有
限责任公司（以下简称“资兴城投”或“公司”）及其 2017 年 5 月发行的公司债券（第一
期）（以下简称“17 资城 01”）、2017 年 9 月发行的公司债券（第二期）（以下简称“17 资
城 02”）的 2019 年度跟踪评级结果为：17 资城 01 及 17 资城 02 两期债券信用等级均维持
为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：
公司外部环境较好，为公司发展提供良好基础；公司未来收入来源有一定保障；公司获得
了外部大力支持；同时，瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）和重庆进
出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保仍能有效提升 17
资城 01 和 17 资城 02 的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，经
营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力；有息债
务规模继续增长，偿债压力加大以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供良好基础。2018 年资兴市地区生产总值为 346.74 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.8%，地区经济实力继续增强。
- 公司未来收入来源有一定保障。公司主要在建项目计划总投资 351,159.00 万元，累计已投资 249,968.38 万元，其中大部分项目已与资兴市政府签订了委托代建协议；旅游、自来水业务收入持续性较好，公司未来收入来源有一定保障。

- **公司获得外部大力支持。**2018 年资兴市国有资产经营管理中心通过注入股权及资本金合计增加公司资本公积 171,699.52 万元，公司当期获得政府补贴 11,211.45 万元，公司资本实力和利润水平得到有效提升。
- **瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升 17 资城 01 的信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升 17 资城 01 的信用水平。
- **重庆进出口担保提供的保证担保能有效提升 17 资城 02 的信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升 17 资城 02 的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为 38.81%，对公司营业资金形成较大占用；固定资产及存货合计占总资产比重为 49.64%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计 26.87 亿元，占总资产比重为 27.67%，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临一定的资金压力。**2018 年公司主营业务收现情况不佳，当期收现比为 0.75，经营活动现金净流出 63,719.71 万元，表现较差。截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 101,190.62 万元，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模继续增长，偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司有息债务总额达到 34.60 亿元，同比增长 18.19%，占总负债的比重提升至 90.71%，当期 EBITDA 利息保障倍数降至 1.29，有息债务与 EBITDA 之比提升至 15.49，有息债务偿债压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 71,367.68 万元，与公司 2018 年末净资产的之比为 12.10%，被担保方均为当地国企，担保金额较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	971,104.00	861,427.55	727,896.64
所有者权益	589,678.10	411,009.24	400,826.70
有息债务	345,980.50	292,732.00	245,716.00
资产负债率	39.28%	52.29%	44.93%
流动比率	11.07	3.66	3.42
营业收入	74,313.88	68,762.71	60,562.08
其他收益	11,000.00	0.00	0.00
营业外收入	251.08	10,040.24	8,002.53
利润总额	10,195.42	10,182.54	10,167.61
综合毛利率	17.35%	16.67%	17.12%
EBITDA	22,340.24	20,599.42	17,349.76
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.38	1.57
经营活动现金流净额	-63,719.71	80,646.75	70,516.41

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	449.61	482.41	330.74
准备金覆盖率	4.79%	4.60%	4.46%
融资担保放大倍数	7.37	7.73	5.35
当期担保代偿率	0.80%	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017-2018 年审计报告、重庆进出口信用担保提供，中证鹏元整理

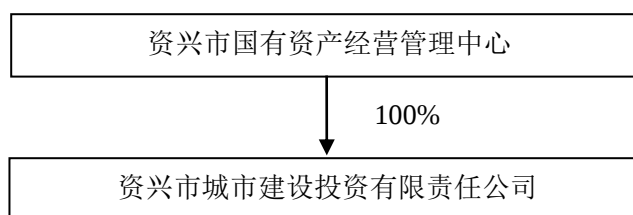
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年5月3日公开发行7年期8亿元“17资城01”，于2017年9月26日公开发行7年期5亿元“17资城02”。两期债券募集资金合计13亿元，其中7.8亿元募集资金原计划用于资兴市城市供水设施改扩建工程项目（以下简称“供水改扩建项目”）项目，5.2亿元募集资金原计划用于补充营运资金。截至2019年4月12日，17资城01募集资金专项账户余额为77.15万元；17资城02集资金专项账户余额为20.62万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本未发生变更。2018年6月11日，根据资国资[2018]9号文件，将原由资兴市住房和城乡建设局所持公司5.39%的股权、由资兴市土地收购储备中心所持公司13.89%的股权无偿划转至资兴市国有资产经营管理中心（以下简称“资兴国资中心”）。截至2019年5月31日，公司注册资本及实收资本仍为18,000万元，资兴国资中心持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。

图 1 截至 2019 年 5 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统

2019年3月21日，公司经营范围由投资城市基础设施建设、投资性房地产、土地开发整理变更为投资城市基础设施建设；农林水项目投资开发；房地产开发经营（涉及专项审批除外）；国家法律法规允许的土地整理、复垦和土地开发经营；国有资产管理经营；城镇棚户区改造、新型城镇化建设；环境污染治理项目投资；物业管理，房屋租赁；商业网点建设，停车场运营管理；政府公共设施的特许经营；股权投资；电子商务平台开发建设；文化旅游产业开发；互联网数据中心建设与运营；区域能源的规划、投资、建设运营。

2018年1月，公司法定代表人发生变更，并已完成工商变更登记。2018年，纳入公司合并报表范围新增一级子公司3家，截至2018年末纳入公司合并报表范围的一级子公司共7家。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
资兴市自来水有限公司	50.35%	14,100.00	自来水生产；供水管道安装	政府划转
资兴市文化旅游投资发展有限公司	100.00%	5,000.00	以自有资产进行旅游项目、城市特许经营权项目、旅游休闲地产的投资与经营管理	政府划转
湖南东江湖旅游发展有限公司	100.00%	5,000.00	水上旅客运输；旅游项目开发建设、经营管理	政府划转

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政增收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽

早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，

允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 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
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	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
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018 年资兴市经济实力继续增强，经济增速高于全国平均水平

2018 年资兴市实现地区生产总值 346.74 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.8%，高于全国平均增速。按常住人口计算，2018 年资兴市人均 GDP 为 98,871 元，按可比价格

计算增长 8.2%，与全国人均 GDP 的比值为 152.95%，经济发展水平相对较好。分产业来看，第一产业增加值 24.33 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 202.07 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 120.34 亿元，增长 12.4%。三次产业的结构比例由 2017 年的 7.4：61.7：30.9 调整到 2018 年的 7.0：58.3：34.7，第二产业和第三产业在资兴市经济中比重较高，其中第三产业占比提升明显。

2018 年资兴市工业增加值 180.37 亿元，同比增长 7.6%，占全市生产总值的比重为 52.0%，对全市经济增长的贡献率为 49.9%。规模工业按行业门类划分，采矿业增加值下降 10.2%，制造业增长 10.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.1%。全市园区规模工业增加值增长 7.8%，占全市规模工业增加值的比重为 75.5%，提高 1.3 个百分点。战略性新兴产业增加值增长 16.6%，六大高耗能工业增加值增长 7.8%。

2018 年全市固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.6%。其中，第一产业投资增长 223.5%；第二产业投资增长 36.7%；第三产业投资下降 7.3%。工业固定资产投资增长 36.7%；工业技术改造投资增长 159.3%。民生工程投资增长 89.5%；基础设施投资下降 22.1%；高新技术产业投资增长 107.6%。全市 5,000 万元以上项目个数比上年下降 18.9%，5,000 万元以上项目完成投资下降 35.5%。全市房地产开发投资 5.69 亿元，比上年增长 52.3%。商品房销售面积 28.44 万平方米，下降 9.5%；商品房销售额 11.47 亿元，增长 5.4%。

2018 年全市社会消费品零售总额 82.57 亿元，比上年增长 11.0%。分经营地看，城镇消费品零售额 77.12 亿元，乡村消费品零售额 5.46 亿元。按消费形态分，商品零售额 72.65 亿元，餐饮收入额 9.92 亿元。限额以上批发和零售业法人单位商品零售额 7.32 亿元，增长 22.5%。

表 3 2017-2018 年资兴市主要经济指标及同比变化情况

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	346.74	8.8%	362.51	8.3%
第一产业增加值（亿元）	24.33	3.6%	26.95	4.2%
第二产业增加值（亿元）	202.07	7.6%	223.59	6.9%
第三产业增加值（亿元）	120.34	12.4%	111.97	12.5%
工业增加值（亿元）	180.37	7.6%	204.60	7.0%
全年固定资产投资（亿元）	-	10.6%	361.14	13.3%
社会消费品零售总额（亿元）	82.57	11.0%	89.36	10.9%
存款余额（亿元）	203.35	-1.08%	205.56	5.25%
贷款余额（亿元）	101.86	9.94%	92.65	17.58%
人均 GDP（元）		98,871		103,932

人均 GDP/全国人均 GDP

152.95%

174.21%

资料来源：2017-2018 年资兴市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年资兴市实现公共财政收入 24.69 亿元，同比增长 7.0%，其中税收收入 17.63 亿元，占公共财政收入比重为 71.43%；实现政府性基金收入 5.43 亿元；同期资兴市公共财政支出为 38.57 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 64.01%。

四、经营与竞争

公司主要从事资兴市市政基础设施建设、土地开发整理等业务，2018 年公司新增资兴市自来水有限公司（以下简称“资兴自来水公司”）、资兴市文化旅游投资发展有限公司（以下简称“资兴文旅投”）和湖南东江湖旅游发展有限公司（以下简称“东江湖旅游”）三家子公司，收入来源多样化。从收入结构来看，2018 年市政基础设施建设工程收入占比 90.48%，仍是公司主要收入构成；当期受土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理收入大幅下滑，未来仍存在一定波动性；当期新增自来水费及管道安装收入及旅游门票及周边收入，业务持续性相对较好，对公司收入形成有益补充。毛利率方面，因基建业务毛利率提升、新增旅游业务毛利率相对较高的影响，2018 年公司综合毛利率小幅提升至 17.35%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施建设工程收入	67,238.89	16.98%	55,627.59	16.67%
土地开发整理收入	927.47	16.67%	13,135.12	16.67%
旅游门票及周边收入	4,173.28	25.30%	0.00	-
自来水费及管道安装收入	1,845.18	12.05%	0.00	-
其他业务	129.06	34.94%	0.00	-
合计	74,313.88	17.35%	68,762.71	16.67%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司大部分基础设施在建项目已签订代建协议，未来收入来源有一定保障，但在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力；土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，未来收入仍存在一定不确定性

公司承建市政基础设施建设项目为代建模式，同时有少量业务为施工总包。施工总包业务由子公司资兴市城市建设市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）负责运营，市政公司拥有施工总承包和专业承包三级资质，作为承包方主要参与政府工程项目招投标，目前承接业务规模较小。代建业务方面，根据资兴市政府出具的《关于资兴市城市建设投

资有限责任公司承接市政工程及土地开发整理项目有关事宜的决定》，根据公司承接的代建市政项目年度实际完成金额，在项目建设期内由政府投资评审中心确认年度投资额，公司按照年度投资额结转相关成本，以成本加成 20%（加成部分为管理费和资金占用费）确认当期收入。

2018 年公司确认的市政基础设施建设工程收入为 67,238.89 万元，同比增长 20.87%，其中主要确认基础设施代建收入的项目为东环路、资兴市中小学改扩建工程、资兴大道等，具体情况如下表所示。2018 年市政基础设施建设工程毛利率较上年小幅提升 0.31 个百分点，系个别零星工程影响所致。

表 5 2018 年公司市政基础设施建设工程业务收入项目明细（单位：万元）

工程项目名称	当期确认收入	当期确认成本
东环路	26,690.29	22,241.91
资兴市中小学改扩建	17,086.37	14,238.64
资兴大道	4,105.62	3,421.35
流华湾改造工程	3,230.84	2,692.37
江口至白廊公路/白廊滑坡治理	2,629.22	2,191.01
园区社会化配套服务中心 10-16 层	2,352.18	1,960.15
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	2,158.25	1,798.54
青鲁湖公园	1,878.11	1,565.09
东江湾大桥	1,494.02	1,245.02
莲花路	1,413.84	1,178.20
东江湾水利综合治理	1,250.45	1,042.04
流华湾乡村农业示范园项目	528.90	440.75
江北路网/沿江北路（中段）	367.90	306.58
背街小巷改造工程	322.05	268.37
小东江西岸栈道改扩建工程	307.70	256.42
东江区域景观美化工程	155.21	129.34
资兴宾馆改扩建	131.28	109.40
东江水街工程	89.26	74.38
石博园	70.07	58.39
光伏发电工程	18.94	15.78
江北路网/东江湾风光带	18.17	15.14
零星工程	940.24	570.95
合计	67,238.89	55,819.83

资料来源：公司提供

公司承建土地开发整理业务模式与基建业务一致，均为代建模式，收入按照 20% 的成本加成进行确认，毛利率较为稳定。2018 年，公司承建的土地开发整理项目主要为东江

片区城市棚户区改造项目、资兴市东江木材厂棚户区改造项目，2018 年公司实现土地开发整理收入 927.47 万元，较上年大幅减少，主要受土地一级市场及政府规划安排影响，未来仍存在一定不确定性。

表 6 2018 年公司土地开发整理收入项目明细（单位：万元）

项目名称	当期确认收入	当期结转成本
东江片区城市棚户区改造（半岛幸福苑安置小区）项目	927.47	772.89
合计	927.47	772.89

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建项目计划总投资 351,159.00 万元，累计已投资 249,968.38 万元，其中大部分项目已与资兴市政府签订了委托代建协议，随着项目逐渐完工结算，未来短期内收入来源有一定保障。但主要在建项目尚需投资 101,190.62 万元，公司仍存在一定的资金压力。

资兴市城市供水设施改扩建工程项目为本期债券募投项目，公司与资兴市政府签订了关于募投项目的委托代建协议，投资回报为工程总投资的 20%；另外募投项目建成后亦可带来财政转付的供水净收益。根据项目可行性研究报告，在本期债券存续期内，该项目预计实现收入总额 99,787.05 万元，公司可获得净收益 86,195.57 万元。截至 2018 年末募投项目主体基本建设完成，但尚未开始运营，未来收益是否能达预期仍存在一定不确定性。

表 7 截至 2018 年末公司主要基础设施在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订委托代建
东江水街工程	5,976.00	3,543.63	是
资兴市中央下放煤矿棚户区（土地整理项目）	48,508.00	46,421.54	是
资兴市东江片区城市棚户区改造项目（土地整理项目）	85,332.00	69,974.76	是
东江湾水利综合治理	46,381.00	30,155.64	是
东江湾大桥	14,849.00	9,428.93	否
兴宁新型城镇化	6,472.00	1,382.88	否
农村综合服务平台	9,500.00	4,061.00	否
资兴市城市供水设施改扩建工程项目	134,141.00	85,000.00	是
合计	351,159.00	249,968.38	-

资料来源：公司提供

2018 年公司新增旅游及自来水业务收入且具有较好持续性，对收入形成有益补充

公司旅游业务主要由资兴文旅投和东江湖旅游负责。资兴文旅投注册资本 5,000 万元，经营范围包括以自有资产进行旅游项目、城市特许经营权项目、旅游休闲地产的投资与经

营管理；酒店管理；旅游景区规划设计、开发、管理等。东江湖旅游注册资本 5,000 万元，经营范围包括水上旅客运输（鲤鱼江大桥—寿佛寺、小东江、东江湖，龙王庙—燕子排），旅游项目开发建设、经营管理、接待服务，旅游商品开发、销售，水资源管理。目前公司主要经营景区为当地东江湖风景旅游区，东江湖风景旅游区系国家级风景名胜区、国家AAAAA 级旅游区、国家湿地公园及国家生态旅游示范区。

旅游门票及周边业务收入主要由景区大门门票、景区观光车车费、漂流、游湖船票等构成。其中门票按旅游线路收费标准分为：精品线路 1 门票 100 元/人、精品线路 2 门票 139 元/人、豪华环岛游 139 元/人；船票按旅游线路收费标准分为：精品线路 2 船票 32 元/人、豪华环岛游 100 元/人、东江湖漂流 90 元/人。2018 年，公司合计实现旅游门票及周邊收入 4,173.28 万元，毛利率 25.30%。

公司自来水业务主要由资兴自来水公司负责。资兴自来水公司注册资本 14,100 万元，经营范围包括自来水生产；供水管道安装；水暖器材销售；地下管线测漏；门面出租，主要负责资兴市唐洞新区、鲤鱼江、东江、工业园区、三都镇及兴宁镇供水任务，目前资兴自来水公司名下有木银桥、东江、兴宁三个水厂。根据资兴市发展和改革局于 2018 年 2 月 6 日印发的“资发改发[2018]7 号”文件，资兴自来水公司参照以下供水价格标准执行：

（1）居民生活用水：第一阶梯水价 1.97 元/立方米，第二阶梯水价 2.95 元/立方米，第一阶梯水价 3.94 元/立方米；（2）非居民生活用水水价 2.95 元/立方米；（3）特种行业用水水价 7.88 元/立方米。2018 年，公司实现自来水费及管道安装收入 1,845.18 万元，毛利率 12.05%。

整体来看，2018 年公司新增旅游及自来水业务收入且具有较好持续性，对收入形成了有益补充。

2018 年公司获得了外部大力支持，有效提升了公司资本实力和利润水平

根据《关于市文化旅游投资发展有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）10 号）、《关于市自来水有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）13 号）、《关于湖南东江湖旅游发展有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）14 号）的文件，2018 年资兴市国资中心分别将资兴文旅投 100%股权、资兴自来水公司 50.35%股权和东江湖旅游 100%股权无偿划转至公司，合计增加公司资本公积 81,699.52 万元。根据资兴市财政局《关于补充资兴市城市建设投资有限责任公司资本金的通知》（资财函[2018]49 号）的文件，2018 年公司增加资本公积 90,000.00 万元。

2018 年，根据资财函[2018]51 号文件，公司获得资兴市财政局营运资金补贴 11,000.00 万元，此外已获得其他政府补助合计 211.45 万元。

整体来看，2018 年公司得到了外部大力支持，合计增加资本公积 171,699.52 万元，获得政府补贴 11,211.45 万元，有效提升了公司资本实力和利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，财务报表均采用新会计准则进行编制。2018年纳入公司合并报表范围一级子公司新增3家，详情见表1。

资产结构与质量

公司资产规模较快增长，但整体资产流动性较弱

得益于股东资本金及股权注入等因素影响，2018年末公司资产总额增至97.11亿元，同比增长12.73%。从资产构成来看，2018年末流动资产占比67.79%，仍是公司资产的主要构成。

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。2018年末货币资金为6.68亿元，同比大幅减少42.97%，主要系公司在建项目投入、往来款项流出等影响所致；期末0.82亿元定期存单已质押，使用权受限。2018年末应收账款账面价值9.76亿元，同比增长27.14%，主要系应收资兴市财政局代建工程款增加所致；期末应收资兴市财政局工程及土地整理款余额占比达99.58%，该部分均未计提坏账准备，款项回收风险较小但回收时间存在不确定性。2018年末其他应收款账面价值11.39亿元，同比大幅增长486.47%，主要系应收往来款增加所致。期末应收往来款、代收代付款、借款余额占比分别为95.07%、1.88%和2.02%，其中应收资兴市财政局、资兴市市场服务中心和湖南省第五工程有限公司资金往来款余额占比77.16%，欠款方均为政府部门和国有企事业单位，款项回收风险较小但回收时间存在不确定性；应收郴州市兴荣农塑制品有限公司、湖南博光资产管理有限公司借款余额分别为1,031.21万元、697.24万元，账龄均主要集中在3至4年，账龄较长但公司均未计提减值准备，上述两家公司为民营企业，存在较大的回款风险。2018年末存货账面价值37.42亿元，同比减少3.94%，主要系部分代建及土地整理成本结转所致；期末土地资产账面价值35.61亿元，其中出让性质综合用地、商服用地/城镇住宅用地账面价值34.55亿元，划拨性质商服和城镇混合住宅用地账面价值1.06亿元，期末已抵押土地账面价值

20.84亿元，占总资产比重为21.46%。

公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成。2018年末固定资产账面价值10.78亿元，同比增长39.75%，主要系因新增子公司使得房屋及建筑物等增加所致；期末抵押受限固定资产账面价值5.21亿元。2018年末其他非流动资产账面价值16.54亿元，主要为公司预付的对资兴市国有资产经营管理中心的土地、房产及工程项目等资产收购款，占公司总资产的17.03%，由于涉及国有企事业单位较多，截至2018年末尚未完成产权过户手续，何时完成转让存在一定的不确定性。

整体来看，得益于股东资产注入，公司资产规模增长较快，公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为38.81%，对公司营业资金形成较大占用；固定资产及存货合计占总资产比重为49.64%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计26.87亿元，占总资产比重为27.67%，整体资产流动性较弱。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	66,827.20	6.88%	117,180.49	13.60%
应收账款	97,576.67	10.05%	76,748.05	8.91%
其他应收款	113,894.03	11.73%	19,420.12	2.25%
存货	374,215.40	38.54%	389,573.94	45.22%
流动资产合计	658,359.87	67.79%	605,100.62	70.24%
固定资产	107,760.43	11.10%	77,108.07	8.95%
其他非流动资产	165,381.98	17.03%	165,381.98	19.20%
非流动资产合计	312,744.13	32.21%	256,326.93	29.76%
资产总计	971,104.00	100.00%	861,427.55	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入持续增长，未来收入来源有一定保障，但利润水平对政府补助依赖程度较高

2018年，公司实现营业收入74,313.88万元，同比增长8.07%，主要系基建收入增长及新增旅游、自来水业务收入所致。公司大部分主要基础设施在建项目已签订代建协议，旅游、自来水业务收入持续性较好，募投项目建成后收益将带来一定规模的供水收益，公司未来收入来源有一定保障。综合毛利率方面，因基建业务毛利率提升、新增旅游业务毛利率相对较高的影响，2018年公司综合毛利率小幅提升至17.35%。

2018年，公司合计获得政府补贴11,211.45万元，是当年利润总额的109.97%，公司利

润水平对政府补助依赖程度较高。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	74,313.88	68,762.71
其他收益	11,000.00	0.00
营业利润	9,997.08	153.07
营业外收入	251.08	10,040.24
利润总额	10,195.42	10,182.54
综合毛利率	17.35%	16.67%

注：2018 年综合毛利率根据 2018 年审计报告附注营业收入及营业成本数据核算。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，目前在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司主营业务收现情况不佳，当期收现比为0.75，公司经营活动现金流入主要为财政局拨付的代建项目回款、与财政局的往来款、收到的租金以及政府补助等，经营活动现金流出主要为代建项目的投入、往来款净流出等。2018年公司往来款净流出规模较大，导致当期经营活动现金净流出63,719.71万元，表现较差。

2018年公司投资活动现金流出主要为公司在建项目投入等，同时应合并子公司新增部分货币资金，当期投资活动现金净流出7,694.59万元。公司筹资活动现金流入主要为新增银行借款等，现金流出主要为偿还债务本息。2018年公司筹资活动现金净流入21,061.01万元。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资101,190.62万元，公司仍存在一定的资金压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.75	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	55,588.07	63,685.84
收到的其他与经营活动有关的现金	23,259.18	95,408.70
经营活动现金流入小计	78,847.25	159,094.55
购买商品、接受劳务支付的现金	37,775.12	50,270.65
支付的其他与经营活动有关的现金	102,397.27	27,477.00
经营活动现金流出小计	142,566.96	78,447.80
经营活动产生的现金流量净额	-63,719.71	80,646.75

投资活动产生的现金流量净额	-7,694.59	-50,471.85
筹资活动产生的现金流量净额	21,061.01	38,789.89
现金及现金等价物净增加额	-50,353.29	68,964.79

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模继续攀升，偿债压力加大

受债务置换款转增资本公积等因素影响，2018年末公司负债总额降至38.14亿元，同比减少15.32%。得益于股东大力支持，2018年末所有者权益增至58.97亿元，同比增长43.47%。受上述因素影响，2018年末公司产权比率降至64.68%，同比下降44.91个百分点，所有者权益对负债的偿付保障能力大幅提升。从负债结构来看，2018年末非流动负债占比达到84.41%。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	381,425.90	450,418.31
所有者权益	589,678.10	411,009.24
产权比率	64.68%	109.59%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。2018年末其他应付款为2.86亿元，同比大幅减少81.67%，主要系当期债务置换款转增资本公积所致；期末资金往来款及待售代付款占比分别为88.47%、6.54%，主要系应付郴州市慈善总会、资兴市财政局等单位款项。2018年末一年内到期的非流动负债为2.30亿元，系一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末长期借款为15.38亿元，主要系抵质押和保证借款。2018年末应付债券余额12.56亿元，即为17资城01、17资城02。2018年末长期应付款为4.26亿元，系应付湖南省扶贫开发投资有限公司、上海光大证券资产管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司、立根融资租赁有限公司等单位融资租赁款或借款。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	28,621.04	7.50%	156,153.30	34.67%

一年内到期的非流动负债	23,034.60	6.04%	7,600.00	1.69%
流动负债合计	59,479.99	15.59%	165,286.31	36.70%
长期借款	153,826.20	40.33%	138,400.00	30.73%
应付债券	125,567.01	32.92%	124,367.00	27.61%
长期应付款	42,552.70	11.16%	22,365.00	4.97%
非流动负债合计	321,945.90	84.41%	285,132.00	63.30%
负债合计	381,425.90	100.00%	450,418.31	100.00%
其中：有息债务	345,980.50	90.71%	292,732.00	64.99%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末有息债务总额达到34.60亿元，同比增长18.19%，占总负债的比重提升至90.71%，公司偿债压力加大。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2019-2021年公司需偿还有息债务本金合计7.92亿元。

表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	24,034.60	27,190.00	27,940.00	266,815.90
合计	24,034.60	27,190.00	27,940.00	266,815.90

资料来源：公司提供

得益于股东支持及债务下降，2018年末公司资产负债率降至39.28%。由于其他应付款规模大幅下降，2018年末公司流动比率和速动比率攀升至11.07、4.78，结合有息债务偿还期限分布情况、资金压力及货币资金情况，公司短期偿债压力尚可。2018年公司EBITDA增至2.23亿元，但其对利息的保障倍数降至1.29，主要系有息债务产生利息增至较多所致，EBITDA对有息债务本息的保障程度一般；受有息债务规模扩大影响，2018年有息债务与EBITDA之比提升至15.49，有息债务偿债压力进一步加大。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	39.28%	52.29%
流动比率	11.07	3.66
速动比率	4.78	1.30
EBITDA（万元）	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.38
有息债务/EBITDA	15.49	14.21

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升“17资城01”的信用水平

“17资城01”由瀚华担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息，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，担保期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等 6 名法人及 19 位自然人于 2009 年 8 月共同发起设立。后经历次股权变更，截至 2018 年 12 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 35.00 亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日瀚华担保股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、非融资担保、资产管理、财务顾问等业务，其中非融资担保主要为履约担保、诉讼保全等，整体规模较小。近年瀚华担保主要收入来源为担保业务收入、利息收入以及咨询费收入、投资收益等。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表 16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	5.89%	5.50%
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12

当期担保发生额（亿元）	219.02	272.25
期末在保责任余额（亿元）	449.61	482.41
担保风险准备金（万元）	141,376.41	145,786.38
准备金覆盖率	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	7.37	7.73
当期担保代偿率	0.80%	1.23%

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数。

资料来源：瀚华担保2018年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

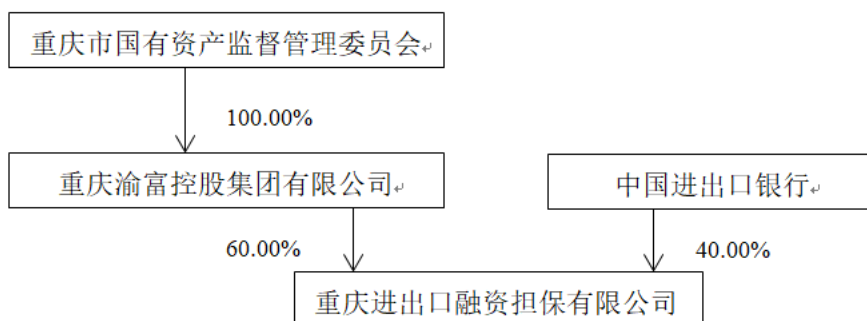
综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，风险准备计提充分，代偿能力较强。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“17 资城 01”的信用水平。

重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升“17资城02”的信用水平

“17资城02”由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息，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，担保期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

重庆进出口担保成立于2009年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立。2018年9月4日，重庆进出口担保第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2019年5月末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为300,000万元，股东分别为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图2 截至2019年5月末重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2016-2018年，重庆进出口担保分别实现营业收入 66,816.97 万元、53,323.91 万元和 45,379.63 万元，其中已赚

担保费收入规模下降较为明显。从收入构成情况来看，已赚担保费、利息收入和投资收益占比分别为 59.90%、18.96%和 18.73%，已赚担保费仍是重庆进出口担保最主要收入来源。

表 17 重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%	47,753.83	71.47%
手续费及佣金收入	287.23	0.63%	41.75	0.08%	214.54	0.32%
利息收入	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%	7,174.64	10.74%
投资收益	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%	11,405.65	17.07%
其他业务收入	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%	243.79	0.36%
资产处置收益	0.00	0.00%	-0.99	0.00%	24.52	0.04%
其他收益	172.90	0.38%	79.00	0.15%	0.00	0.00%
营业收入	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%	66,816.97	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供

截至2018年末，重庆进出口担保资产总额56.52亿元，归属于母公司所有者权益为35.43亿元；2018年重庆进出口担保实现营业总收入45,379.63万元，利润总额17,527.99万元。

表 18 重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
现金类资产	62,247.53	120,799.91	132,209.27
营业总收入	45,379.63	53,323.91	66,816.97
已赚担保费	27,181.82	33,714.78	47,753.83
利息收入	8,604.58	7,065.40	7,174.64
投资收益	8,500.25	11,385.96	11,405.65
利润总额	17,527.99	16,154.75	30,035.06
净资产收益率	4.39%	3.87%	7.60%
当期担保发生额	-	813,023	1,791,559
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017 年、2018 年审计报告、重庆进出口信用担保提供，中证鹏元整理

综合来看，重庆进出口代偿能力较强。经中证鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“17资城02”

的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月1日）不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计71,367.68万元，与公司2018年末净资产的之比为12.10%，被担保方均为当地国企，担保金额较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	有无反担保
湖南省棚户区改造投资有限公司	19,367.68	2041-3-30	无
资兴市畅兴交通建设发展有限责任公司	22,000.00	2022-8-17	无
资兴兴泰建设有限责任公司	30,000.00	2027-01-31	无
合计	71,367.68	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年资兴市地区生产总值为346.74亿元，按可比价格计算，比上年增长8.8%，地区经济实力继续增强，为公司发展提供良好基础。截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资351,159.00万元，累计已投资249,968.38万元，其中大部分主要基础设施在建项目已签订代建协议，旅游、自来水业务收入持续性较好，募投项目建成后收益将带来一定规模的供水收益，公司未来收入来源有一定保障。2018年资兴市国有资产经营管理中心通过注入股权及资本金合计增加公司资本公积171,699.52万元，公司当期获得政府补贴11,211.45万元，公司资本实力和利润水平得到有效提升。瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升17资城01的信用水平；重庆进出口担保提供的保证担保能有效提升17资城02的信用水平。

但中证鹏元也关注到，截至2018年末公司资产要由应收款项、预付资产收购款、固定资产及存货构成，同时受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。2018年公司主营业务收现情况不佳，当期收现比为0.75，经营活动现金净流出63,719.71万元，表现较差。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资101,190.62万元，公司面临一定的资金压力。截至2018年末，公司有息债务总额达到34.60亿元，同比增长18.19%，占总负债的比重提升至90.71%，有息债务偿债压力加大。公司对外担保金额较大且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

经中证鹏元综合评定，17资城01信用等级维持为AA+，17资城02信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	66,827.20	117,180.49	48,215.70
应收票据及应收账款	97,576.67	76,748.05	71,657.87
其他应收款	113,894.03	19,420.12	8,369.04
存货	374,215.40	389,573.94	391,362.82
长期应收款	18,801.26	9,197.60	0.00
固定资产	107,760.43	77,108.07	78,276.35
在建工程	15,069.55	377.78	675.90
其他非流动资产	165,381.98	165,381.98	124,468.16
总资产	971,104.00	861,427.55	727,896.64
短期借款	1,000.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,615.08	1,497.76	1,063.40
其他应付款	28,621.04	156,153.30	80,256.26
一年内到期的非流动负债	23,034.60	7,600.00	71,010.00
长期借款	153,826.20	138,400.00	159,852.00
应付债券	125,567.01	124,367.00	0.00
长期应付款	42,552.70	22,365.00	14,854.00
总负债	381,425.90	450,418.31	327,069.94
有息债务	345,980.50	292,732.00	245,716.00
所有者权益	589,678.10	411,009.24	400,826.70
营业收入	74,313.88	68,762.71	60,562.08
其他收益	11,000.00	0.00	0.00
营业利润	9,997.08	153.07	2,166.71
营业外收入	251.08	10,040.24	8,002.53
净利润	10,148.58	10,182.54	10,167.61
经营活动产生的现金流量净额	-63,719.71	80,646.75	70,516.41
投资活动产生的现金流量净额	-7,694.59	-50,471.85	-120,130.00
筹资活动产生的现金流量净额	21,061.01	38,789.89	64,813.50
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	17.35%	16.67%	17.12%
收现比	0.75	0.93	0.85
产权比率	64.68%	109.59%	81.60%
资产负债率	39.28%	52.29%	44.93%
流动比率	11.07	3.66	3.42
速动比率	4.78	1.30	0.85

EBITDA（万元）	22,340.24	20,599.42	17,349.76
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.38	1.57
有息债务/EBITDA	15.49	14.21	14.16

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
资兴市城市建设市政工程有限公司	1,000.00	100.00%	市政公用工程施工总承包叁级
资兴市农泉投资有限责任公司	20,000.00	100.00%	农贸市场、专业市场建设投资与开发
开元（资兴）投资有限公司	8,245.00	100.00%	城市基础设施、配套项目的投资和建设
资兴市精准扶贫开发有限责任公司	5,000.00	100.00%	易地扶贫搬迁、扶贫开发
资兴市自来水有限公司	14,100.00	50.35%	自来水生产；供水管道安装；
资兴市文化旅游投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	以自有资产进行旅游项目、城市特许经营权项目、旅游休闲地产的投资与经营管理
湖南东江湖旅游发展有限公司	5,000.00	100.00%	水上旅客运输，旅游项目开发建设、经营管理

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+长期应付款

附录四 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。