

2017 年第一期、2018 年第一期普定县夜郎  
国有资产投资营运有限责任公司

**城市停车场建设专项债券**  
**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【799】号 01

债券简称：  
第一期：17 普定 01/17  
普定债 01  
第二期：18 普定 01/18  
普定债 01  
增信方式：  
保证担保+第三方土地  
抵押担保  
担保方：  
安顺市国有资产管理有  
限公司  
土地抵押担保：  
普定县普信城市建设投  
资有限责任公司所拥有  
的土地使用权  
债券剩余规模：  
第一期：10 亿元  
第二期：4 亿元

债券到期日期：  
第一期：2024 年 11 月  
13 日；第二期：2025 年  
03 月 13 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，自债券存续期  
的第 3 至第 7 个计息年  
度逐年按照债券发行总  
额的 20%偿还债券本金

#### 分析师

姓名：  
张涛 王一峰

电话：  
0755-82873121

邮箱：  
zhangt@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

## 2017 年第一期、2018 年第一期普定县夜郎国有资产投资 运营有限责任公司城市停车场建设专项债券 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	第一期：AA+ 第二期：AA+	第一期：AA+ 第二期：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 27 日	2018 年 6 月 27 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”）对普定县夜郎国有资产投资运营有限责任公司（以下简称“夜郎国资”或“公司”）及其 2017 年 11 月 13 日发行的 2017 年第一期城市停车场建设专项债券（以下简称“17 普定 01”）与 2018 年 3 月 13 日发行的 2018 年第一期城市停车场建设专项债券（以下简称“18 普定 01”）（以下合称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：“17 普定 01”和“18 普定 01”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仍较好，工程项目结算收入具有可持续性，持续得到外部支持，安顺市国有资产管理有限公司（以下简称“安顺国资”）为本期债券提供的保证担保和普定县普信城市建设投资有限责任公司（以下简称“普信城投”）提供的土地使用权抵押担保提升了本期债券的信用水平；但同时中证鹏元也关注到 2018 年政府收回部分资产，公司净资产规模下降，资产流动性较弱，存在一定资金压力和偿债压力，面临一定的或有负债等风险因素。

#### 正面：

- 公司外部环境较好。2018 年普定县地区生产总值为 127.4 亿元，较上年增长 11%，当地经济发展较快，为公司经营提供了较好环境。
- 公司工程项目结算收入具有可持续性。近年工程项目收入是公司营业收入的主要来

源，截至 2018 年末公司账面尚有工程施工成本 145.88 亿元，项目储备较多，将为公司带来一定收入。

- **公司持续获得外部支持。**2018 年，当地政府给予公司财政补助 16,948.00 万元，提升了公司的利润水平。
- **保证担保和国有土地使用权抵押有效地提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，安顺国资主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保；普信城投用于为本期债券作抵押担保的 15 宗国有土地使用权的评估总价值为 230,112.85 万元(评估基准日为 2018 年 7 月 23 日)，抵押比率<sup>1</sup>为 1.52，已于 2017 年 3 月办妥抵押手续，上述保证担保和土地使用权抵押担保能够为本期债券的偿还提供较好的保障。

#### 关注：

- **2018 年政府收回部分资产，公司净资产规模下降。**根据普定县政府文件，2018 年当地政府收回公司面积为 1,120,737.61 平方米土地，公司资本公积减少 11.88 亿元。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货规模为 154.17 亿元，占总资产的 96.19%，全部为工程施工成本和土地资产，可变现性较弱。
- **公司主要在建项目投资规模较大，存一定的资金压力。**公司主要在建的项目为本期债券募投项目城市停车场建设项目，计划总投资 15.05 亿元，已投资 9.98 亿元，尚需投资 5.07 亿元，随着施工项目的推进，公司需垫付资金用于建设，结合 2018 年公司经营活动产生的净现金流出 12.68 亿元来看，存在一定的资金压力。
- **公司存在一定偿债压力。**2018 年末公司有息债务 14.69 亿元，规模持续增长，EBITDA 利息保障倍数降为 1.53，有息债务/EBITDA 上升为 7.33，存在一定债务压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 2.28 亿元，面临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	1,602,721.93	1,599,620.89	1,491,018.72

<sup>1</sup> 抵押比率=抵押资产价值/（本期债券剩余本金+一年利息）

所有者权益	1,296,776.43	1,397,737.77	1,379,900.68
有息债务	146,916.81	117,032.54	9,840.33
资产负债率	19.09%	12.62%	7.45%
流动比率	9.50	17.17	14.62
营业收入	59,732.08	59,054.61	59,066.60
其他收益	16,948.00	16,930.00	0.00
营业外收入	0.64	50.00	16,140.00
利润总额	18,133.94	18,236.99	18,144.44
综合毛利率	10.13%	10.60%	9.99%
EBITDA	20,042.95	19,730.13	18,904.34
EBITDA 利息保障倍数	1.53	16.01	15.24
经营活动现金流净额	-126,787.98	40,731.73	40,963.90

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### 安顺国资主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年	2017 年	2016 年
总资产	4,494,652.21	4,042,809.61	3,314,547.57
所有者权益合计	2,286,018.24	1,937,696.00	1,086,398.02
资产负债率	49.14%	52.07%	67.22%
营业收入	301,280.86	313,479.35	114,206.90
营业利润	39,896.72	12,176.06	-80.39
经营活动现金流净额	212,835.13	-132,701.07	-195,733.80

资料来源：安顺国资 2017-2018 年审计报告，因涉及追溯调整，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数），中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月13日和2018年3月13日发行合计14亿元的7年期城市停车场建设专项债券。募集资金将9亿元用于普定县城市停车场项目，剩余5亿元用于补充流动资金。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为791.00万元。

## 二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、股权结构、实际控制人及主营业务均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为普定县人民政府，持有公司100%股权。2018年末公司无合并报表范围内子公司。

## 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，战略性新兴产业服务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。财政减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 1 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年普定县经济增速较快，但经济总量仍较小

普定县位于贵州省西部，隶属贵州省安顺市，位于素有“黔之腹，滇之喉”之称的黔中腹地。普定县城距安顺市28公里，距贵阳市118公里，辖区东西长51.4公里，南北宽40公里，总面积1,079.93平方公里，辖3个街道、6个镇、3个民族乡。2017年末普定县人口50.53万人。普定县矿藏已探明的有煤、铁、铅锌、大理石、石膏、硅石、白云石、石灰石、天青石、耐火粘土等十多种。

根据2019年普定县人民政府公报预计，2018年普定县经济保持增长，地区生产总值达到127.4亿元，较上年增长11%，增速较快，规模以上工业增加值增长9.8%。固定资产投资增长9.4%，固定资产投资增速放缓。2018年普定县全年实现社会消费品零售总额20.7亿元，比上年增长8.2%。2018年，普定县财政总收入完成10.91亿元，增长1.79%。

总体来看，普定县经济发展较快，但经济体量仍较小。

**表 2 2017-2018 年普定县经济发展及同比增长情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	127.4	11%	113.00	13.4%
第一产业增加值	-	-	17.77	6.6%
第二产业增加值	-	-	44.17	12.7%
第三产业增加值	-	-	51.06	17.1%
工业增加值	-	-	36.53	12.5%
固定资产投资	-	9.4%	91.87	21.9%
社会消费品零售总额	20.7	8.2%	22.11	11.6%
存款余额	-	-	113.95	17.6%
贷款余额	-	-	87.53	13.0%
人均 GDP（元）		-		28,797
人均 GDP/全国人均 GDP		-		48.27%

资料来源：普定县 2017 年国民经济和社会发展统计公报，2019 年普定县人民政府公报，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司是普定县主要的城市基础设施建设投融资主体，主要负责普定县城市基础设施建设，以及国有资产、资源的经营管理等业务。公司主营业务收入全部来自于工程项目结算收入，2018年为59,646.77万元，较上年稍有增长。其他业务系利息收入，规模较小。由于工程项目结算收益率相同，近两年公司综合毛利率稳定，维持在10.00%。

**表 3 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
主营业务	59,646.77	10.00%	58,621.01	10.00%
其他业务	85.31	100.00%	433.60	91.29%
<b>营业收入</b>	<b>59,732.08</b>	<b>10.13%</b>	<b>59,054.61</b>	<b>10.60%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建政府工程收入规模较为稳定，目前在建工程尚较多，工程项目结算收入具有可持续性，但面临一定的资金压力

公司于 2011 年 1 月与普定县人民政府签订 150 亿元的总包协议，承包普定县县域内的基础设施施工建设任务，合同工期为 2011-2020 年。公司再与各实施单位签订分包协议，将具体的工程项目分包给各实施单位。实施单位包括普定县住房和城乡建设局、普定县交通运输局、普定县第一中学、普定县自来水公司、安普城市干道指挥部办公室等。每年末公司、普定县审计局和实施单位三方确认工程项目的施工量和完成金额，并按三方审定的完成金额加一定的投资回报率确认为收入，一般由普定县财政局代普定县人民政府支付工程款。2018 年公司实现工程项目结算收入 59,646.77 万元，较上年稍有上升，工程项目的毛利率稳定为 10%。

**表 4 2018 年公司确认收入项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	2018 年确认收入	2018 年末累计已投资
安普城市干道项目	85,812.00	14,490.33	85,812.00
普马路扩建（普定县绕城二级公路）	44,000.00	22,207.43	44,000.00
普定县 2016 年棚户区改造综合整治项目	21,353.80	3,216.56	21,353.80
文体大道道路建设	10,308.00	5,684.29	10,308.00
普翼新城路网	10,245.00	2,280.08	10,245.00
迎宾大道	3,900.00	2,500.00	3,900.00
普定县白岩公租房配套基础设施建设项目	2,500.00	1,338.89	2,500.00
普定县大洼、朝阳片区改造配套基础设施项目	2,100.00	1,400.00	2,100.00
建兴路路网工程	1,431.10	1,540.00	1,386.00
普定新城体育场	1,300.00	1,422.22	1,280.00
教学实训楼 B#	1,056.00	1,159.74	1,043.77
普定县第四小学教职工公租房配套基础设施建设项目	900.00	565.00	900.00
普定县妇幼保健院	853.00	947.78	853.00
普定县城关镇中心卫生院	545.00	605.56	545.00
普定县顺民路路网建设	260.00	288.89	260.00

合计	186,563.90	59,646.77	186,486.57
----	------------	-----------	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末公司账面尚有工程施工成本145.88亿元，项目储备较多，将为公司带来一定规模收入。截至2018年末，公司主要在建的项目为本期债券募投项目城市停车场建设项目，计划总投资15.05亿元，已投资9.98亿元，尚需投资5.07亿元，随着施工项目的推进，公司需垫付资金用于建设，结合公司经营活动现金流情况不佳，存在一定的资金压力。

**公司持续获得外部支持，为公司利润起到一定补充作用，但 2018 年部分土地资产被无偿划出，资本实力有所削弱**

近年公司承担的基础设施建设项目较多，2018 年继续获得当地政府在财政补助方面持续给予的较大支持。根据普定县人民政府《普定县人民政府关于给予普定县夜郎国有资产投资营运有限责任公司专项补贴的通知》文件，2018 年公司获得政府补助 16,948.00 万元，提升了公司的利润水平。

但值得注意的是，根据普府办【2018】76 号，普定县人民政府办公室出具关于《普定县人民政府办公室关于收回县夜郎国有资产投资营运有限责任公司资产的通知》，收回公司面积为 1,120,737.61 平方米的土地，减少资本公积 11.88 亿元，削弱了公司资本实力。

## 五、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2017-2018年审计报告，财务报告均按照新会计准则编制。公司无合并报表范围内子公司。

### 资产结构与质量

**公司资产以代建工程项目、土地使用权为主，资产流动性弱**

2018年末公司总资产规模为160.27亿元，与上年基本持平。从资产结构来看，存货、投资性房地产和长期应收款占比大，货币资金大幅下降。

表 5 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	1,359.70	0.08%	37,784.31	2.36%

应收票据及应收账款	391.50	0.02%	59,880.91	3.74%
其他应收款	48,826.67	3.05%	105,161.96	6.57%
存货	1,541,688.53	96.19%	1,386,664.97	86.69%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,592,266.40</b>	<b>99.35%</b>	<b>1,589,492.16</b>	<b>99.37%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,602,721.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,599,620.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司货币资金余额为1,359.70万元，较上年大幅下降，主要是工程项目建设支出加大。截至2018年末，公司应收票据及应收账款账面价值为391.50万元，同比大幅下降，主要是应收工程款大量回款。其他应收款主要系公司与普定县政府各单位、当地民企的资金拆借款，截至2018年末账面价值4.88亿元，余额前五名合计占比53.05%，账龄多为2年以内，公司其他应收款的回收时间存在不确定性，且面临一定的坏账风险。

2018年末存货账面价值154.17亿元，同比增长11.18%，主要是工程施工投入规模较大。存货账面价值占总资产的96.19%，由工程施工成本和待开发土地构成，其中工程施工成本145.88亿元，待开发土地8.28亿元，2018年政府收回面积为1,120,737.61平方米土地，减少土地价值11.88亿元。2018年末公司因对外担保而使用权受限的存货6.95亿元。公司存货规模大，工程项目和土地资产变现能力较差。

总体来看，公司资产主要为代建工程和土地使用权，流动性较弱。

## 盈利能力

**2018年公司收入仍主要来源于工程项目结算收入，收入规模保持稳定，业务持续性较好**

2018年，公司实现营业收入5.97亿元，较上年稍有增加，营业收入仍主要来源于工程项目结算收入，项目结算毛利率保持为10.00%，综合毛利率较为稳定。

2018年公司确认资产减值损失2,579.22万元，系其他应收款计提的坏账准备，后续其他应收款仍面临一定的坏账风险。2018年公司获得政府补助16,948.00万元，营业利润18,145.31万元。2018年公司获得利润总额18,133.94万元，与上年基本持平，政府补助系利润的主要来源。

总体而言，公司收入和利润规模较为稳定，政府补助是利润的主要来源。目前公司尚有较多在建工程项目，未来业务持续性较好。

**表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	59,732.08	59,054.61



资产减值损失	2,579.22	2,424.91
其他收益	16,948.00	16,930.00
营业利润	18,145.31	18,186.99
利润总额	18,133.94	18,236.99
综合毛利率	10.13%	10.60%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年因项目投入大幅增长，经营活动产生的现金流量净额出现大额流出，随着工程项目建设，存在一定的资金压力**

2018年，公司的收现比为2.06，代建工程项目回款大幅增长，但当年项目投入支出大增，购买商品、接受劳务支付的现金25.73亿元，致使当年经营活动产生的净现金流为-12.68亿元，出现大额净流出。

2018年投资活动产生的现金净流入为7.17亿元，主要是公司收回普定县政府各单位、当地民企的资金拆借款。2018年公司发行“18普定01”，获得一定筹资资金，筹资活动产生的净现金流为1.87亿元。考虑到公司目前主要在建项目城市停车场建设项目仍需投入资金5.07亿元，预计随着项目的推进，公司仍存在一定融资需求。

**表 7 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	2.06	1.13
销售商品、提供劳务收到的现金	122,763.84	67,010.66
收到的其他与经营活动有关的现金	17,713.98	17,061.44
经营活动现金流入小计	140,477.82	84,072.10
购买商品、接受劳务支付的现金	257,294.20	12,630.20
支付的其他与经营活动有关的现金	249.72	30,355.22
经营活动现金流出小计	267,265.80	43,340.37
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-126,787.98</b>	<b>40,731.73</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>71,706.64</b>	<b>-118,167.19</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>18,656.73</b>	<b>105,060.34</b>
现金及现金等价物净增加额	-36,424.61	27,624.89

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

公司有息债务规模持续增长，偿债压力有所加大

2018年因往来款增加和债券融资，期末公司负债总额增长51.55%，达到30.59亿元。同期因政府收回土地，使所有者权益下降7.22%。受上述两项因素影响，2018年末产权比率上升至23.59%。

**表 8 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	305,945.50	201,883.12
所有者权益	1,296,776.43	1,397,737.77
产权比率	23.59%	14.44%

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应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。应付账款全部为应付工程款，2018年末账面金额为42,727.87万元，随着工程投入规模增长，应付工程款增长。其他应付款主要为公司从其他单位取得的资金拆借款，2018年末账面金额95,509.19万元，同比上升78.44%，其中账龄超过1年的有40,197.43万元，占比42.09%。一年内到期的非流动负债系即将到期的应付债券，2018年末金额为8,594.99万元。

公司非流动负债全部为应付债券，2018年应付债券规模13.83亿元，继续增长，系由于发行本期债券中的18普定01，获得募集资金4亿元。

**表 9 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
应付票据及应付账款	42,727.87	13.97%	15,419.88	7.64%
其他应付款	95,509.19	31.22%	53,524.06	26.51%
一年内到期的非流动负债	8,594.99	2.81%	7,717.73	3.82%
<b>流动负债合计</b>	<b>167,623.68</b>	<b>54.79%</b>	<b>92,568.30</b>	<b>45.85%</b>
应付债券	138,321.82	45.21%	107,172.81	53.09%
<b>非流动负债合计</b>	<b>138,321.82</b>	<b>45.21%</b>	<b>109,314.81</b>	<b>54.15%</b>
<b>负债合计</b>	<b>305,945.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>201,883.12</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	146,916.81	48.02%	117,032.55	57.97%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为14.69亿元，全部为债券融资，规模继续增长。从偿债指标来看，2018年公司资产负债率为19.09%，负债率不高。2018年末公司流动比率有所下降。2018年公司EBITDA为20,042.95万元，由于有息债务规模保持增长，有息债务/EBITDA迅速上升为7.33。公司偿债能力变弱，存在一定的偿债压力。

**表 10 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
------	--------	--------

资产负债率	19.09%	12.62%
流动比率	9.50	17.17
EBITDA（万元）	20,042.95	19,730.13
EBITDA 利息保障倍数	1.53	16.01
有息债务/EBITDA	7.33	5.93

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

### （一）第三方担保

安顺国资为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平

安顺国资为本期债券提供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、实现债券的费用和其他应支付的费用。担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

安顺国资是由安顺市人民政府独资持股，截至 2019 年 5 月 31 日，注册资本和实收资本为 38.10 亿元。安顺国资是安顺市国有资产运营管理、城市基础设施和政府重大项目建设主体，主要经营工程建设、旅游服务、供水、公交、担保业务等。

安顺国资营业收入主要来自于工程建设、旅游服务、供水、担保业务等，2018 年安顺国资实现营业收入 30.81 亿元，与上年持平；安顺国资主营业务中工程建设和旅游服务收入合计占比 83.93%，是安顺国资营业收入的主要来源，其他主营业务收入包括市政基础设施回购收入、文艺演出收入。安顺国资其他业务收入除转贷款业务形成的利息收入和租金收入外，还包括各子公司检测收入、商品销售收入、物业管理收入、食堂餐饮服务收入等零星收入。

表 11 2017-2018 年安顺国资营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	190,974.36	9.24%	180,203.93	11.24%
旅游服务收入	67,624.31	47.03%	62,353.65	47.58%
供水收入	11,347.53	14.39%	12,743.91	35.48%
公交收入	7,279.87	-6.34%	6,865.36	21.99%
担保收入	5,763.52	100.00%	10,617.92	100.00%
商品房收入	0.00	-	1,908.74	-0.65%
其他主营业务收入	3,732.10	71.18%	7,506.69	50.56%
主营业务收入合计	286,721.70	20.59%	282,200.20	24.93%

利息收入	14,022.97	3.38%	16,540.96	-98.00%
租金收入	1,207.66	88.31%	2,302.93	80.38%
其他	6,165.26	95.05%	236.76	51.11%
<b>其他业务收入合计</b>	<b>21,395.90</b>	<b>34.59%</b>	<b>19,080.65</b>	<b>-74.62%</b>
<b>营业收入合计</b>	<b>308,117.60</b>	<b>21.57%</b>	<b>301,280.85</b>	<b>18.63%</b>

资料来源：安顺国资 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年 12 月 31 日，安顺国资总资产为 4,949,841.19 万元，所有者权益合计 2,306,126.87 万元，资产负债率为 53.41%；2018 年度，安顺国资实现营业收入 308,117.60 万元，利润总额 37,426.99 万元，经营活动现金净流量-5,029.66 万元。

**表 12 安顺国资主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,949,841.19	4,494,652.21	4,042,809.61
所有者权益合计	2,306,126.87	2,286,018.24	1,937,696.00
资产负债率	53.41%	49.14%	52.07%
流动比率	4.45	4.67	3.54
营业收入	308,117.60	301,280.86	313,479.35
其他收益	20,252.40	21,232.68	0.00
营业利润	36,287.12	39,896.72	12,176.06
营业外收入	3,184.00	1,642.92	23,648.45
利润总额	37,426.99	40,161.37	35,580.92
综合毛利率	21.57%	18.63%	23.92%
经营活动现金净额	-5,029.66	212,835.13	-132,701.07

资料来源：安顺国资 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理，因涉及追溯调整，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

经中证鹏元综合评定，安顺国资主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平。

## （二）资产抵押担保

### 国有土地使用权抵押担保有效地提升了本期债券的信用水平

公司以普信城投合法拥有的 15 宗国有土地使用权，土地用途均为商住用地（商服 30%、住宅 70%），15 宗国有土地使用权的总面积为 240.29 万平方米。经具备土地 A 级评估资质的长沙永信评估咨询有限责任公司出具的《土地估价报告》（报告编号：（长沙）长永信（2018）（估）字第 142 号），估价日期为 2018 年 7 月 23 日，土地评估价值为 230,112.85 万元，对本期债券本息抵押比率<sup>6</sup>为 1.52。

<sup>6</sup> 抵押比率=抵押资产价值/（本期债券剩余本金+一年利息）



**表 13 抵押土地情况（单位：平方米、万元）**

序号	权证编号	土地位置	使用权性质	用途	容积率	剩余使用权	面积	评估价值
1	普国用(2013)第CT264号	普定县马官镇下坝村	国有出让	商住	5	商服 36.22 年 住宅 66.22 年	194,932.85	11,715.46
2	普国用(2013)第CT265号	普定县马官镇下坝村	国有出让	商住	5	商服 36.25 年 住宅 66.25 年	235,235.77	14,137.67
3	普国用(2013)第CT266号	普定县马官镇下坝村	国有出让	商住	5	商服 36.28 年 住宅 66.28 年	233,451.06	14030.41
4	普国用(2013)第CT267号	普定县马官镇下坝村	国有出让	商住	5	商服 36.31 年 住宅 66.31 年	144,875.50	8707.02
5	普国用(2013)第CT287号	城关镇龙潭等村	国有出让	商住	5	商服 36.21 年 住宅 66.21 年	133,400.00	15,447.72
6	普国用(2013)第CT288号	城关镇龙潭等村	国有出让	商住	5	商服 36.21 年 住宅 66.21 年	133,400.00	15,447.72
7	普国用(2013)第CT289号	城关镇龙潭等村	国有出让	商住	5	商服 36.29 年 住宅 66.29 年	133,400.00	15,447.72
8	普国用(2013)第CT302号	普定县城关镇新林村	国有出让	商住	5	商服 36.02 年 住宅 66.02 年	159,759.79	20,848.65
9	普国用(2013)第CT303号	普定县城关镇新林村	国有出让	商住	5	商服 36.02 年 住宅 66.02 年	160,080.00	20,890.44
10	普国用(2013)第CT313号	普定县普波大道旁	国有出让	商住	5	商服 36.13 年 住宅 66.13 年	132,943.00	13,440.54
11	普国用(2013)第CT314号	普定县城关镇陈旗村, 环城北路旁	国有出让	商住	5	商服 36.14 年 住宅 66.14 年	136,177.00	15,769.30
12	普国用(2013)第CT315号	普定县城关镇陈旗村, 环城北路旁	国有出让	商住	5	商服 36.14 年 住宅 66.14 年	134,094.00	15,528.09
13	普国用(2013)第CT319号	普定县龙潭上寨村、阿岩村	国有出让	商住	5	商服 36.24 年 住宅 66.24 年	133,545.00	15,166.71
14	普国用(2013)第CT322号	普定县城关镇青山村、斗篷村	国有出让	商住	5	商服 36.30 年 住宅 66.30 年	182,397.82	18,119.40
15	普国用(2013)第CT326号	普定县城关镇青山村、斗篷村	国有出让	商住	5	商服 36.39 年 住宅 66.39 年	155,184.22	15,416.00
	<b>总计</b>	-	-	-	-	-	<b>2,402,876.01</b>	<b>230,112.85</b>

注：土地使用权的权利人均均为普定县普信城市建设投资有限责任公司。

资料来源：《土地估价报告》，中证鹏元整理

上述抵押物已于2017年3月24日办妥抵押登记手续。

需要关注的是，本期债券用于抵押的国有土地使用权位于马官镇及城关镇，根据《估价报告》，上述土地均未平整，且土地规模较大，其中表中1-5项地块尚未完成土地征收安置补偿，未来能否集中变现以及变现金额易受地产行情及政策影响而具有一定的不确定

性。

## 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，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月11日），公司本部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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计2.28亿元，担保对象多为普定县国有企业、单位，未提供反担保措施，存在一定的或有负债风险

**表 14 截至 2018 末公司对外担保明细（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
普定县人民医院	5,000.00	2017年09月25日	2019年09月10日
普定县第一中学	2,500.00	2017年09月25日	2019年09月10日
普定县定南文化旅游产业投资有限公司	2,000.00	2017年03月29日	2020年03月17日
普定县利民投资运营有限公司	2,000.00	2017年01月22日	2020年01月10日
贵州华智产业投资运营有限公司	2,000.00	2017年03月29日	2020年03月21日
普定县茂顺交通运输投资有限责任公司	1,700.00	2017年01月20日	2020年01月18日
普定县润民水务发展投资有限责任公司	1,700.00	2016年11月29日	2019年11月20日
普定县富利土地资源投资开发有限责任公司	1,700.00	2016年11月30日	2019年11月29日
普定县金荷农业综合开发投资有限责任公司	1,500.00	2016年11月29日	2019年11月29日
普定县中医院	1,460.00	2016年11月29日	2019年11月20日
普定县普信城市建设投资有限责任公司	1,200.00	2016年11月29日	2019年11月20日
<b>合计</b>	<b>22,760.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

跟踪期内，普定县经济发展较快，为公司经营提供了较好环境，公司工程项目结算收入具有持续性，持续得到外部支持，且安顺国资为本期债券提供的保证担保和普信城投提

供的国有土地使用权抵押担保提升了本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到，2018年政府收回部分资产，公司净资产规模下降，资产流动性较弱，主要在建项目投资规模较大，存一定的资金压力，有息负债增长，存在一定偿债压力，对外担保面临一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为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

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	1,359.70	37,784.31	10,159.43
应收票据及应收账款	391.50	59,880.91	57,405.16
其他应收款	48,826.67	105,161.96	119,152.53
存货	1,541,688.53	1,386,664.97	1,293,148.32
<b>流动资产合计</b>	<b>1,592,266.40</b>	<b>1,589,492.16</b>	<b>1,481,054.90</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,455.53</b>	<b>10,128.73</b>	<b>9,963.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,602,721.93</b>	<b>1,599,620.89</b>	<b>1,491,018.72</b>
应付票据及应付账款	42,727.87	15,419.88	20,906.27
其他应付款	95,509.19	53,524.06	69,325.50
一年内到期的非流动负债	8,594.99	7,717.73	-
<b>流动负债合计</b>	<b>167,623.68</b>	<b>92,568.30</b>	<b>101,277.71</b>
应付债券	138,321.82	107,172.81	7,519.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>138,321.82</b>	<b>109,314.81</b>	<b>9,840.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>305,945.50</b>	<b>201,883.12</b>	<b>111,118.04</b>
其中：有息债务	146,916.81	117,032.55	9,840.33
营业收入	59,732.08	59,054.61	59,066.60
其他收益	16,948.00	16,930.00	-
营业利润	18,145.31	18,186.99	2,006.54
利润总额	18,133.94	18,236.99	18,144.44
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-126,787.98</b>	<b>40,731.73</b>	<b>40,963.90</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>71,706.64</b>	<b>-118,167.19</b>	<b>-41,177.77</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>18,656.73</b>	<b>105,060.34</b>	<b>-16,931.62</b>
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	10.13%	10.60%	9.99%
EBITDA	20,042.95	19,730.13	18,904.34
EBITDA 利息保障倍数	1.53	16.01	15.24
资产负债率	19.09%	12.62%	7.45%
收现比	2.06	1.13	1.29
产权比例	23.59%	14.44%	8.05%
有息债务/EBITDA	7.33	5.93	0.52

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理



## 附录二 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	1年内到期的长期有息债务+应付债券

## 附录三 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。