

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
2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【593】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：
17 普定 01：10 亿元
18 普定 01：4 亿元

债券到期日期：
17 普定 01：2024 年 11
月 13 日；18 普定 01：
2025 年 03 月 13 日
债券偿还方式：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 刘志强
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
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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 2020 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
债券信用等级	17 普定 01：AA+	17 普定 01：AA+
	18 普定 01：AA+	18 普定 01：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	2020 年 6 月 24 日	2019 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 2020 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+，公司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所处区域经济保持发展，持续得到外部支持，安顺市国有资产管理有限责任公司（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仍能有效提升本期债券的信用水平；但同时中证鹏元也关注到公司所在区域信用环境不佳，公司资产流动性较弱，存在一定资金压力、偿债压力和或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司所在区域经济保持增长。2019 年普定县地区生产总值增速为 8%，当地经济保持发展，为公司业务发展提供一定条件。
- 公司持续获得外部支持。2019 年，当地政府给予公司财政补助 15,000.00 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仍能有效提升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 247,986.22 万元（评估基准日为 2019 年 12 月 31 日），抵押比率¹为 1.64，已于 2017 年 3 月办妥抵押登记手续，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：

- **区域信用环境不佳。**安顺市存在国有企业非标违约，且该非标产品担保方为本期债券保证人安顺国资，区域信用环境走弱可能对公司未来融资产生不利影响，若保证人发生代偿将削弱其资金实力，对本期债券的保证担保效力可能产生影响。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货规模为 155.31 亿元，占总资产的 96.06%，全部为工程施工成本和土地资产，可变现能力较弱。
- **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 9.42 亿元，尚需投资 5.63 亿元，随着施工项目的推进，公司需垫付资金用于建设，存在一定的资金压力。
- **公司存在一定偿债压力。**2019 年末公司有息债务 13.87 亿元，EBITDA 利息保障倍数降为 1.22，有息债务/EBITDA 持续上升为 9.83，现金短期债务比仅为 4.05%，存在一定债务压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 6.35 亿元，面临一定的或有负债风险。

¹抵押比率=抵押资产价值/（本期债券剩余本金+一年利息）。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,616,718.48	1,602,721.93	1,599,620.89
所有者权益合计	1,310,756.16	1,296,776.43	1,397,737.77
有息债务	138,723.61	146,916.81	117,032.55
资产负债率	18.92%	19.09%	12.62%
现金短期债务比	4.05%	15.82%	489.58%
营业收入	57,376.63	59,732.08	59,054.61
其他收益	15,000.00	16,948.00	16,930.00
利润总额	13,655.60	18,133.94	18,236.99
综合毛利率	10.48%	10.13%	10.60%
EBITDA	14,118.00	20,042.95	19,730.13
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.53	16.01
经营活动现金流净额	25,767.75	-126,787.98	40,731.73
收现比	0.62	2.06	1.13

资料来源：公司2017-2019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	2019年	2018年	2017年
总资产	5,267,642.73	4,949,841.19	4,494,652.21
所有者权益合计	2,424,455.61	2,306,126.87	2,286,018.24
资产负债率	53.97%	53.41%	49.14%
营业收入	303,366.89	308,117.60	301,280.86
营业利润	21,661.72	36,287.12	39,896.72
经营活动现金流净额	-52,558.72	-5,029.66	212,835.13

资料来源：安顺国资2017-2019年审计报告，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，募集资金中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2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为79.28万元。

二、发行主体概况

2019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。

2019年公司合并报表范围新增1家子公司。

表1 2019年新增纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
普定县鑫茂建设开发有限公司	100%	10,000	建筑装饰和其他建筑业	新设

资料来源：公司2019年审计报告及工商信息查询网站，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，

增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规

模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年普定县经济保持增长，但增速有所放缓，且经济总量仍较小，区域信用环境不佳

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。2018年末普定县人口50.28万人。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2020年普定县人民政府工作报告预计，2019年普定县经济保持增长，地区生产总值较上年增长8%，增速有所回落，规模以上工业增加值增长7%。2019年普定县全年实现社会消费品零售总额比上年增长6%，增速下滑2.2个百分点。2019年，普定县一般公共预算收入完成5.96亿元，同比回落12.01%。

总体来看，普定县经济保持增长，但经济体量仍较小且经济增速有所放缓。

表2 2018-2019年普定县经济发展及同比增长情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	-	8%	124.89	10.5%
规模以上工业增加值	-	7%	-	-
固定资产投资	-	-	-	9.4%
社会消费品零售总额	-	6%	20.7	8.2%
存款余额	92.85	-3.1%	-	-
贷款余额	99.52	5.05%	-	-

人均 GDP (元)	-	31,783
人均 GDP/全国人均 GDP	-	49.17%

注：表中2019年数据为普定县政府工作报告中预计数，2018年地区生产总值和增速可能与实际数存在差异。
 资料来源：2019年安顺统计年鉴和2019-2020年普定县人民政府公报，中证鹏元整理

据公开信息显示，贵州省安顺市交通建设投资有限公司（以下简称“安顺交投”）发起的国元·安盈·201703003号集合资金信托计划，该产品除了第一期1,820万元完成了兑付，第二期1,770万元于2019年8月2日到期，仅完成了部分本金兑付。其第三期、第四期也分别于2019年8月22日、2019年9月14日到期，目前投资人未收到相应本金，该笔债项逾期规模为1.6亿元以上，区域信用环境弱化，对公司融资将产生不利影响，且上述非标产品担保方亦为本期债券保证人，若发生代偿将削弱其资金实力，对本期债券的保证担保效力可能产生影响。

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，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，近年公司综合毛利率稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	57,071.68	10.00%	59,646.77	10.00%
其他业务	304.95	100.00%	85.31	100.00%
营业收入	57,376.63	10.48%	59,732.08	10.13%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建政府工程收入规模和毛利率均较为稳定，在建项目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。2019 年公司实现工程项目结算收入 57,071.68 万元，与上年基本持平，工程项目的毛利率稳定为 10%，2019 年工程款回收下降，年末应收账款账面价值增至 22,730.11 万元，

需关注其回款情况。

表4 2019年公司确认收入项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	确认收入	本期投资
2018 年夜郎湖片区城市棚户区改造项目	3,594.69	3,794.40	3,414.96
普定县农村通村通组路网全覆盖建设工程	125,000.00	25,932.84	23,339.55
普定县便民利民服务中心建设项目装修工程	14,000.00	13,533.33	12,180.00
普定县 2017 年叶家坝片区城市棚户区改造配套基础设施可建设项目	5,860.00	5,208.89	4,688.00
普定县 2015 年农贸市场（一期）城市棚户区改造配套基础设施建设项目	9,800.00	8,602.22	7,742.00
合计	158,254.69	57,071.68	51,364.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末公司账面有工程施工成本9.42亿元，全部为本期债券募投项目投资，项目计划总投资15.05亿元，已投资9.42亿元，未来尚需投资5.63亿元，随着施工项目的推进，公司需垫付资金用于建设，存在一定的资金压力。

公司持续获得外部支持，对公司利润起到一定补充作用

近年公司承担的基础设施建设项目较多，2019 年继续获得当地政府在财政补助方面的较大支持。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，2019 年公司获得政府补助 15,000.00 万元，提升了公司的利润水平。

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2018-2019年审计报告，财务报告均按照新会计准则编制，公司新纳入合并报表范围内子公司1家。

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

2019年末公司总资产规模为161.67亿元，较上年有所增长，资产主要为待开发土地，流动性较差。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	809.58	0.05%	1,359.70	0.08%
应收账款	22,730.11	1.41%	391.50	0.02%
其他应收款	28,286.17	1.75%	48,826.67	3.05%
存货	1,553,080.32	96.06%	1,541,688.53	96.19%
流动资产合计	1,604,906.18	99.27%	1,592,266.40	99.35%
资产总计	1,616,718.48	100.00%	1,602,721.93	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金余额为 809.58 万元，账面余额很少。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 2.27 亿元，同比大幅增长，主要是当年代建业务收入部分未能回款。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 2019 年末账面价值 2.83 亿元，同比下降 42.07%，原因是资金拆借款有所减少，另外公司按账龄分析法计提坏账准备，2019 年末累计计提坏账准备 1.75 亿元，较上年末增加 0.67 亿元，确认资产减值损失 6,691.75 万元。其中含应收贵州鑫旺房地产开发有限公司和普定县危房改造开发办公室的资金拆借款分别计提坏账准备 6,300.15 万元和 3,613.36 万元。2019 年末其他应收款账龄多在 2 年以上，余额前五名合计占比 43.66%，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。

2019 年末存货账面价值 155.31 亿元，占总资产的 96.06%，与上年基本持平，由工程施工成本和待开发土地构成。其中工程施工成本 9.42 亿元为本期债券募投项目，以及待开发土地 145.88 亿元，存货土地全部为商住用地，多为出让地。2019 年末公司因对外担保而使用权受限的土地 8.36 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

公司收入主要来源于工程项目结算收入，2019年收入和毛利率保持稳定，对外拆借资金损失侵蚀公司利润，政府补助为公司利润的重要来源

2019年，公司实现营业收入5.74亿元，较上年稍有下降，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。

2019年公司获得政府补助15,000.00万元。2019年公司确认资产减值损失6,691.75万元，系其他应收款中对外拆借资金所计提的坏账损失，后续其他应收款仍面临一定的坏账风险。因坏账损失的侵蚀，2019年公司营业利润13,655.40万元，同比下降24.74%。2019

年公司获得其他收益 1.50 亿元，是公司营业利润的重要来源。

总体而言，公司业务收入和毛利率规模较为稳定，政府补助是利润的主要来源，但对外拆借资金确认损失侵蚀了公司利润。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	57,376.63	59,732.08
资产减值损失	6,691.75	2,579.22
其他收益	15,000.00	16,948.00
营业利润	13,655.40	18,145.31
营业外收入	0.20	0.64
利润总额	13,655.60	18,133.94
综合毛利率	10.48%	10.13%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年项目投入大幅减少，经营活动产生的现金流量净额呈净流入，但随着工程项目建设，仍存在一定的资金压力

2019年公司收现比为0.62，代建工程项目回款减少，当年项目投入支出大幅减少，购买商品、接受劳务支付的现金由上年的25.73亿元下降至2.51亿元，当年经营活动产生的净现金呈净流入2.58亿元。

2019年投资活动产生的现金净流入为-0.66亿元，主要是公司与其他单位的资金拆借款；筹资活动产生的现金流表现为净流出1.97亿元，主要为偿还债务和支付利息。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规模较大，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	2019 年	2018 年
收现比	0.62	2.06
销售商品、提供劳务收到的现金	35,592.84	122,763.84
收到其他与经营活动有关的现金	15,752.22	17,713.98
经营活动现金流入小计	51,345.07	140,477.82
购买商品、接受劳务支付的现金	25,110.07	257,294.20
支付其他与经营活动有关的现金	174.14	249.72
经营活动现金流出小计	25,577.32	267,265.80
经营活动产生的现金流量净额	25,767.75	-126,787.98

投资活动产生的现金流量净额	-6,612.87	71,706.64
筹资活动产生的现金流量净额	-19,705.00	18,656.73
现金及现金等价物净增加额	-550.12	-36,424.61

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下降，但仍存在一定偿债压力

2019年公司负债总额和所有者权益变动不大，年末产权比率为23.34%。

表8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	305,962.33	305,945.50
所有者权益	1,310,756.16	1,296,776.43
产权比率	23.34%	23.59%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司无银行借款，应付账款全部为应付工程款，2019年末账面金额为48,305.20万元，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，2019年末账面金额91,546.89万元，其中账龄超过1年的重要其他应付款有31,918.93万元，占比34.87%。公司一年内到期的非流动负债系即将到期的应付债券，2019年末金额为2亿元。

公司非流动负债全部为应付债券，2019年应付债券账面规模13.87亿元，其中2亿元分期偿付部分计入一年内到期的非流动负债。

表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	48,305.20	15.79%	42,727.87	13.97%
应交税费	27,150.67	8.87%	20,552.78	6.72%
其他应付款	91,546.89	29.92%	95,509.19	31.22%
一年内到期的非流动负债	20,000.00	6.54%	8,594.99	2.81%
流动负债合计	187,238.72	61.20%	167,623.68	54.79%
应付债券	118,723.61	38.80%	138,321.82	45.21%
非流动负债合计	118,723.61	38.80%	138,321.82	45.21%
负债合计	305,962.33	100.00%	305,945.50	100.00%
其中：有息债务	138,723.61	45.34%	146,916.81	48.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为13.87亿元，全部为债券融资。从偿债指标来看，

2019年末公司资产负债率为18.92%，负债率不高。公司现金类资产较少，现金短期债务比低，2019年公司EBITDA为14,118.00万元，有息债务/EBITDA上升为9.83。公司偿债能力较弱，存在一定的偿债压力。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	18.92%	19.09%
现金短期债务比	4.05%	15.82%
EBITDA	14,118.00	20,042.95
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.53
有息债务/EBITDA	9.83	7.33

资料来源：公司 2018-2019 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2020年5月31日，注册资本和实收资本为38.10亿元。安顺市人民政府（以下简称“安顺市政府”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）分别持有其94.49%和5.51%股份，安顺国资控股股东及实际控制人为安顺市政府。

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，2019年安顺国资实现营业收入30.34亿元，与上年持平；安顺国资主营业务中工程建设（包括项目委托代建和工程施工）及旅游服务收入合计占比82.81%，是安顺国资营业收入的主要来源，出售房产来自西秀区2015年安运司华西片区及客车南站城市棚户区改造项目，全年实现收入8,368.38万元，其他主营业务收入主要为文艺演出和物业管理收入。安顺国资其他业务收入主要系转贷款业务形成的资金占用收入和租赁收入。

表11 2018-2019年安顺国资营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目委托代建	106,898.57	5.88%	110,154.88	8.61%
旅游服务	65,859.04	38.78%	67,624.31	47.03%
工程施工	53,567.19	13.56%	69,308.40	11.36%
供水	15,102.42	21.65%	11,347.53	14.39%
房屋销售	8,368.38	14.70%	0.00	0.00%
商品贸易	8,320.90	-3.62%	10,569.78	4.46%
公共交通	7,913.00	4.52%	7,279.87	-6.34%
担保服务	5,464.42	100.00%	5,763.52	100.00%
其他主营业务收入	1,825.68	-10.45%	4,673.41	52.95%
主营业务收入合计	273,319.59	17.90%	286,721.70	20.59%
资金占用	22,518.28	5.13%	14,022.97	3.38%
房屋租赁	4,194.47	76.76%	1,207.66	88.31%
其他	3,334.55	91.04%	6,165.26	95.05%
其他业务收入合计	30,047.30	24.66%	21,395.90	34.59%
合计	303,366.89	18.57%	308,117.60	21.57%

资料来源：安顺国资 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年 12 月 31 日，安顺国资总资产为 526.76 亿元，所有者权益合计 242.45 亿元，资产负债率为 53.97%；2019 年度，安顺国资实现营业收入 30.34 亿元，利润总额 1.99 亿元，经营活动现金净流量-52,558.72 万元。

表12 安顺国资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	5,267,642.73	4,949,841.19	4,494,652.21
所有者权益	2,424,455.61	2,306,126.87	2,286,018.24
有息债务	1,909,237.72	1,790,743.33	1,713,542.02
资产负债率	53.97%	53.41%	49.14%
现金短期债务比	0.55	1.57	1.44
营业收入	303,366.89	308,117.60	301,280.86
其他收益	2,522.59	20,252.40	21,232.68
利润总额	19,866.92	37,426.99	40,161.37
综合毛利率	18.57%	21.57%	18.63%
EBITDA	66,929.97	78,103.86	67,074.49
EBITDA 利息保障倍数	0.52	3.19	0.69
经营活动现金流净额	-52,558.72	-5,029.66	212,835.13

收现比	1.00	0.68	1.14
-----	------	------	------

资料来源：安顺国资 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

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土地房地产评估测绘有限公司出具的《土地估价报告》（报告编号：（湘潭）长永信（2020）（估）字第005号），估价日期为2019年12月31日，土地评估价值为247,986.22万元，对本期债券本息抵押比率²为1.64。

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	12,768.10
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	15,407.94
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	15,291.04
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	9,489.35
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	16,448.22
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	16,448.22
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	16,448.22
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	22,781.75
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	22,827.41
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	14,517.38
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	16,613.59
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	16,359.47

²抵押比率=抵押资产价值/（本期债券剩余本金+一年利息）。

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	16,025.40
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	19,753.68
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	16,806.45
总计		-	-	-	-	-	2,402,876.01	247,986.22

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等地，根据《土地估价报告》，上述土地均未平整，且土地规模较大，其中表中1-4项地实际开发程度均为宗地红线外围“四通”（即通路、通电、供水、通讯），红线内场地未平整且已完成土地征收安置补偿，表中5-15项地实际开发程度均为宗地红线外围“五通”（即通路、通电、供水、排水、通讯），红线内场地未平整且已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房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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司对外担保金额合计6.35亿元，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 至 2019 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
普定工业投资开发有限责任公司	25,000.00	2018年7月9日	2023年7月2日
普定富利土地资源投资开发有限责任公司	11,000.00	2019年8月30日	2022年8月30日
普定县普信城市建设投资有限责任公司	10,000.00	2018年10月22日	2021年11月23日

普定县人民医院	5,000.00	2017年12月13日	2022年11月10日
普定工业投资开发有限责任公司	5,000.00	2018年8月21日	2022年8月20日
普定金荷农业综合开发投资有限公司	3,000.00	2019年7月29日	2020年7月29日
普定县第一中学	2,500.00	2017年11月3日	2022年9月10日
普定县普信城市建设投资有限责任公司	2,000.00	2019年12月5日	2020年6月5日
合计	63,500.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，普定县经济保持发展，持续获得外部支持，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，安顺市国有企业发生非标违约，区域信用环境不佳，将对公司融资产生不利影响，且该非标产品保证人同为本期债券保证人，若发生代偿，可能对保证人担保效力产生一定影响。公司资产流动性较弱，主要在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力和偿债压力，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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	809.58	1,359.70	37,784.31
存货	1,553,080.32	1,541,688.53	1,386,664.97
资产总计	1,616,718.48	1,602,721.93	1,599,620.89
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	48,305.20	42,727.87	15,419.88
其他应付款（合计）	91,546.89	95,509.19	53,524.06
一年内到期的非流动负债	20,000.00	8,594.99	7,717.73
长期借款	0.00	0.00	2,142.00
应付债券	118,723.61	138,321.82	107,172.81
负债合计	305,962.33	305,945.50	201,883.12
归属于母公司所有者权益合计	1,310,756.16	1,296,776.43	1,397,737.77
所有者权益合计	1,310,756.16	1,296,776.43	1,397,737.77
营业收入	57,376.63	59,732.08	59,054.61
营业利润	13,655.40	18,145.31	18,186.99
净利润	13,979.73	17,836.55	17,908.40
经营活动产生的现金流量净额	25,767.75	-126,787.98	40,731.73
投资活动产生的现金流量净额	-6,612.87	71,706.64	-118,167.19
筹资活动产生的现金流量净额	-19,705.00	18,656.73	105,060.34
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	10.48%	10.13%	10.60%
收现比	0.62	2.06	1.13
产权比率	23.34%	23.59%	14.44%
资产负债率	18.92%	19.09%	12.62%
现金短期债务比	4.05%	15.82%	489.58%
EBITDA（万元）	14,118.00	20,042.95	19,730.13
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.53	16.01
有息债务/EBITDA	9.83	7.33	5.93

资料来源：公司 2017-2019 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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务 $\times 100\%$
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/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金
有息债务	一年内到期的非流动负债+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。