

2018 年第一期绵阳安州投资控股集团有限公司
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員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



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【902】号 01

债券简称：18 绵安 01/ 18
绵安专债 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融
资担保集团有限公司

债券剩余规模：3.0 亿元

债券到期日期：

2025 年 5 月 4 日

债券偿还方式：每年付
息一次，从第 3 年起，
每年偿还债券发行总额
的 20%，当期利息随本
金一起支付

分析师

姓名：

桑竹 王强

电话：

0755-82871651

邮箱：

sangzh@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

2018 年第一期绵阳安州投资控股集团有限公司 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
本期债券信用等级	AAA	AAA
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 8 月 21 日	2019 年 6 月 19 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”）对绵阳安州投资控股集团有限公司（以下简称“安州投控”或“公司”）及其 2018 年 5 月 4 日发行的 3 亿元第一期城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务收入来源有一定保障，公司继续获得外部支持，同时第三方保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，面临较大资金压力和债务压力，且有一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。安州区位于绵阳市科技城集中发展区核心区域，承接绵阳、成都市部分产业转移功能。2019 年绵阳市实现地区生产总值 2,856.20 亿元，增速为 8.10%，高于全国增速 2.0 个百分点。2019 年安州区地区生产总值达到 185.53 亿元，按可比价计算，比上年增长 8.5%，全区人均 GDP 达到 47,162 元，比上年增长 7.9%。
- 公司业务收入来源有一定保障。公司负责安州区工程管理及供水业务等，上述业务均具有一定可持续性。
- 公司继续获得外部支持。资产注入方面，2019 年子公司四川金顺达公路工程有限责任公司获得政府无偿划拨的土地 681.78 万元；补贴方面，2019 年公司获得

1,920.89 万元棚改补贴、贷款本息补贴 4,433.00 万元、其他补贴 111.56 万元。

- **第三方保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，仍可为本期债券的按期偿付提供有力保障。

关注：

- **公司整体资产流动性仍然较弱。**2019 年末，公司资产主要为应收款项、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产，应收款项占用较多资金，其他资产集中变现较难，以上各类资产占公司总资产比例合计为 79.53%，且部分资产受限，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**公司经营活动现金流波动较大，2019 年末，公司主要在建工程项目尚需投资 10.08 亿元，公司后续面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模快速攀升，面临较大债务压力。**2019 年末，公司有息负债总额为 27.93 亿元，占负债总额的 46.27%，同比增长 16.24%，有息债务持续快速攀升，现金短期债务比为 0.75。公司 2020 年需偿付有息债务本金 8.33 亿元，面临较大债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 2.20 亿元，与当期末净资产之比为 5.24%，被担保对象为事业单位，均未设置反担保，公司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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,023,678.56	861,109.84	841,018.72
所有者权益	420,013.40	432,251.25	488,730.20
有息债务	279,336.25	240,300.02	168,407.10
资产负债率	58.97%	49.80%	41.89%
现金短期债务比	0.75	0.59	1.60
营业收入	97,477.39	26,500.61	47,420.69
其他收益	6,465.45	1.67	0.00
营业外收入	185.72	6,749.87	6,181.44
利润总额	6,096.01	5,826.58	11,010.88
综合毛利率	9.93%	26.71%	28.31%
EBITDA	15,826.68	14,987.32	16,862.98
EBITDA 利息保障倍数	2.28	2.23	3.81
经营活动现金流净额	23,065.05	-32,831.80	936.77
收现比	1.20	0.79	0.58

资料来源：公司 2017 年、2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%

注：2017 年财务数据来源于公司 2018 年审计报告期初数（上期数）；“-”为尚未获取数据。

资料来源：兴农担保 2018-2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

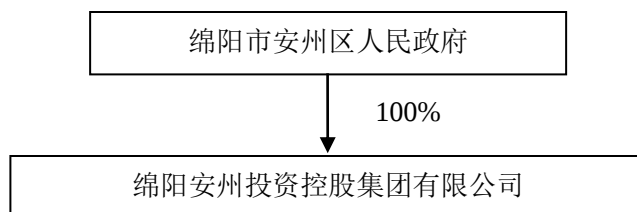
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年5月4日公开发行3.00亿元第一期城市停车场建设专项债券，其中1.50亿元拟用于绵阳市安州区城市停车场项目，1.50亿元拟用于补充运营资金。截至2020年6月21日，本期债券募集资金专项账户余额为14.14万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本仍均为2,000.00万元，控股股东和实际控制人均为绵阳市安州区人民政府。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年公司合并范围新纳入4家子公司，未减少子公司（具体情况如表1）。公司在安州区内根据政府规划进行土地开发整理、城市基础设施建设，同时开展产业园区运营、城市供水、学校经营、公路养护、广告牌租赁等其他业务。

根据公司2020年2月26日公告，经绵阳市安州区人民政府文件（绵安府人[2019]14号）通知，免除刘朝彬监事会主席职务，由赖园园担任公司监事会主席；免去安杰总经理职务，任命安杰为公司董事、副董事长；由黄楷峻为公司董事、总经理；由陈宁为公司副总经理；公司公告称上述人员变动系公司正常职位调整，未对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

表1 2019年新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	取得方式
绵阳启策企业管理有限责任公司	100%	50	企业管理、活动策划	投资设立
绵阳市呀之初托育服务有限公司	100%	20	幼儿托育服务	投资设立

绵阳一品粮油有限公司	100%	1,100	酒店管理、农副产品购销	划拨转入
绵阳九洲北斗新时空能源有限公司	40%	1,000	油卡销售	投资设立

资料来源：2019 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1.29万亿元，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，但严禁新增隐性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年绵阳市经济保持快速增长，绵阳科技城对当地经济支撑作用仍然较为明显

绵阳市经济保持快速发展。2019年绵阳市实现地区生产总值 2,856.20 亿元，增速为

8.10%，高于全国增速 2.0 个百分点。2019 年绵阳市人均生产总值 58,685 元，是全国人均生产总值的 82.78%。2019 年末全市常住人口 487.70 万人，比上年末增加 2 万人。三次产业结构由 2018 年的 13.1: 40.3: 46.6 调整为 2019 年 10.6:40.3:49.1，第三产业比重持续提升。

绵阳科技城对当地经济支撑作用显著，按照“一核三区多园¹”口径，全年绵阳科技城实现二三产业增加值 2,011.61 亿元，增长 8.6%。其中：第二产业增加值 998.80 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 1,012.80 亿元，增长 9.3%。

绵阳市工业持续发展。2019 年，规模以上工业增加值同比增长 10.0%；分轻重工业看，轻工业增长 10.2%、重工业增长 9.9%；分产业看，全年六大重点产业产值增长 10.2%。其中，节能环保产业产值增长 29.8%、高端装备制造产业产值增长 19.2%、新材料产业产值增长 17.9%、食品产业产值增长 10.2%、电子信息及新一代信息技术产业产值增长 7.8%、汽车产业产值下降 7.7%。

表2 绵阳市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2,856.20	8.1%	2,303.82	9.0%
其中：第一产业增加值	302.45	2.9%	301.27	3.7%
第二产业增加值	1,151.34	8.0%	929.40	9.4%
第三产业增加值	1,402.41	9.4%	1,073.15	10.1%
三次产业比重	10.6:40.3:49.1		13.1:40.3:46.6	
全社会固定资产投资	-	13.6%	1,316.07	15.8%
社会消费品零售总额	1,276.53	11.1%	1,149.48	12.0%
进出口总额（亿美元）	30.29	-22.6%	39.13	130.4%
存款余额	4,457.80	15.8%	3,848.78	7.3%
贷款余额	2,476.18	14.3%	2,167.25	16.2%
人均 GDP（元）	58,685		47,538	
人均 GDP/全国人均 GDP	82.78%		73.54%	

注：（1）地区生产总值、各产业增加值绝对数按当年价格计算，增长速度按可比价格计算；

（2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年绵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

固定资产投资是拉动绵阳市经济发展的重要因素。2019 年固定资产投资同比增长 13.6%，增速仍然较快。其中，建安工程投资增长 7.5%；房地产开发投资 264.12 亿元，增长 29.1%，商品房施工面积 2,396.90 万平方米，增长 37.6%；商品房竣工面积 183.60 万平

¹ “一核”即科技城集中发展区，重点是军民融合创新驱动核心示范区；“三区”即高新区、经开区、科创区；“多园”即绵阳工业园（金家林总部经济试验区）、游仙经开区、江油工业园、安县工业园、三台芦溪工业园、北川经开区等省级以上开发区。

方米，增长 18.4%；商品房销售面积 712.90 万平方米，增长 21.0%；商品房销售面积高于同期竣工面积。

表3 绵阳市房地产开发投资情况

项目	2019 年		2018 年	
	规模	增速	规模	增速
房地产开发投资（亿元）	264.12	29.1%	204.54	15.8%
商品房施工面积（万平方米）	2,396.90	37.6%	1,741.42	-7.5%
商品房竣工面积（万平方米）	183.60	18.4%	155.02	-48.9%
商品房销售面积（万平方米）	712.90	21.0%	589.03	6.2%

资料来源：绵阳市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

绵阳市消费市场较为活跃，2019 年社会消费品零售总额 1,276.53 亿元，增长 11.1%；进出口贸易受国际环境和政策的影响，全年进出口总额（包括转口贸易）30.29 亿美元，大幅下滑 22.6%。

2019 年，绵阳市全市实现公共财政收入为 131.15 亿元，增长 5.3%，其中税收收入 80.17 亿元，占公共财政收入比重为 61.13%。全市实现政府性基金收入 237.14 亿元；同期公共财政支出为 453.34 亿元，增长 11.07%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 29.93%。

2019年安州区经济保持较快发展

安州区位于绵阳科技城集中发展区核心区域，是绵阳城市新中心；安州区承接绵阳（指绵阳市主城区）、成都的部分产业转移，区内工业实现较快发展，形成了以华晨汽车为龙头的汽车及零部件产业，以好医生药业、魔力科技为龙头的医药食品产业，以银河化学为龙头的精细化工产业，以长虹电子为龙头的电子信息产业，以中联水泥为龙头的新型材料产业。

2019年，安州区经济保持较快发展，地区生产总值达到185.53亿元，按可比价计算，比上年增长8.5%；三次产业结构为15.1:45.7:39.2；全区人均GDP达到47,162元，比上年增长7.9%；全区常住人口达到39.4万人，城镇化率达到52.52%。

2019年，安州区实现规模以上工业总产值295.43亿元，同比增长19.36%；全年规模以上工业增加值增速11.4%。

固定资产投资方面，2019年，安州区完成全社会固定资产投资同比增长19.2%；其中基本建设投资同比下降2.53%，技改投资同比增长61.3%，民间投资同比增长8.0%；房地产开发投资同比增长93.3%；完成商品房销售81.24万平方米，同比增长35.3%；安州区建筑业增加值达到17.84亿元，同比增长9.4%。

消费方面，2019年，全区实现社会消费品零售总额85.23亿元，同比增长11.4%；按行业分，批发业零售额42.06亿元，同比增长10.7%；零售业零售额25.54亿元，同比增长13%；

住宿业零售额5.36亿元，同比增长11.4%；餐饮业零售额12.27亿元，同比增长10.1%。

表4 安州区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	185.53	8.5%	169.15	15.6%
第一产业增加值	13.89	2.7%	24.60	-
第二产业增加值	53.35	9.3%	79.54	-
第三产业增加值	43.09	9.5%	65.01	-
规模以上工业增加值	-	11.4%	-	-
固定资产投资	-	19.2%	-	-
社会消费品零售总额	85.23	11.4%	-	-
存款余额	225.1	12.56%	-	-
贷款余额	133.7	16.26%	-	-
进出口总额	6.74	-8.5%	-	-
三次产业结构	15.1:45.7:39.2			-
人均 GDP（元）	47,162			-
人均 GDP/全国人均 GDP	66.53%			-

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：关于发布 2018 年绵阳市各县市区、园区 GDP 修订数据的公告，2019 年安州区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，安州区实现公共财政收入为7.40亿元，其中税收收入5.57亿元，占公共财政收入比重为75.27%。

四、经营与竞争

公司在安州区范围内进行基础设施建设、城市供水、保障房建设等业务。2019 年公司实现营业收入 9.75 亿元，同比大幅增长 267.83%，主要系当年新增子公司绵阳九洲北斗新时空能源有限公司，从而新增产品销售业务收入 7.60 亿元。

毛利率方面，因新业务“产品销售业务”毛利率较低，且相关收入占比较高，致使 2019 年公司综合毛利率下滑至 9.93%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产品销售收入	76,028.57	78.00%	1.20%	0.00	0.00%	-
工程管理收入	6,574.10	6.74%	100.00%	2,827.71	10.67%	100.00%
水费收入	1,903.76	1.95%	-11.90%	3,364.09	12.69%	12.13%
销售水泥及钢材收入	1,420.68	1.46%	5.80%	6,642.21	25.06%	2.14%

商品房销售收入	0.00	0.00%	-	6,961.46	26.27%	24.17%
其他	11,550.29	11.85%	20.30%	6,705.14	25.30%	30.10%
合计	97,477.39	100.00%	9.93%	26,500.61	100.00%	26.71%

注：（1）其他包括公路养护、房屋租赁、质量检测、垃圾污水处理、水库租赁等；

（2）2016-2018 年公司将安装及材料业务收入纳入供水业务统计，2019 年公司将安装及材料业务收入纳入公路养护业务。

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程管理业务收入有一定持续性，但在建项目后续资金投入较大，面临较大的资金压力

公司工程管理收入来自两方面：一类是公司进行安州区内的基础设施、水务系统以及交通道路设施进行投资建设（公司为业主单位），安州区财政局和政府相关部门针对项目建设前期办理相关手续，项目建成后移交相关政府单位，按照实际发生成本的 10%确认收入并和相关政府部门结算；第二类是公司利用自身的项目管理经验对政府相关部门筹建的项目进行工程管理（公司不是业主，由业主单位委托）并按照项目投资额的 5%收取工程管理费，近年公司确认的工程管理收入均为第二类模式。

公司工程管理费扣除成本后确认收入，因而业务毛利率为 100%，2019 年公司实现工程管理费收入 0.66 亿元，同比增加 132.49%，主要来源于绵阳科技城集中发展区安昌河综合整治二期、安州区龙界路南延线、河东新区城边村配套基础设施及绵安快速通道改造提升项目等，具体收入明细如下表所示。

安州区政府逐渐将政府各部门机构负责的工程建设项目交由公司管理，相关业务收入来源有一定保障，但需关注项目管理协议的续签情况。

表6 公司主要工程管理项目收入确认情况（单位：万元）

项目	收入
2019 年	
绵阳科技城集中发展区安昌河综合整治二期	1,300.00
安州区龙界路南延线	1,251.98
河东新区城边村配套基础设施及绵安快速通道改造提升	1,215.88
安州区滨河南路	894.14
河东新区公园绿地及市政排洪渠一期建设工程	666.00
罗浮山温泉康养小镇环线公路工程	560.00
安州区乡镇生活污水处理厂（站）建设	466.10
物流通道改造提升工程	220.00
合 计	6,574.10
2018 年	
2014 年全县县乡公路安保工程（路侧护栏）建设项目	1,020.11
安县界牌过境段物流通道建设工程（地下隧道）项目	320.40
茶北路茶坪乡至禹里乡公路	302.40

塔水镇柑子村生活垃圾处理场建设工程	293.66
民安小区五期公共租赁住房	199.33
其他零星工程	691.81
合 计	2,827.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年公司将凯江流域治理工程和宝雕路项目从在建工程科目转至其他应收款科目，未来预计从相关政府单位获得补偿。

此外，公司在建的自营项目有本期募投项目绵阳市安州区城市停车场项目，预计总投资 9.15 亿元，截至 2019 年末累计已投资 5.49 亿元，体现在存货开发成本和开发产品中，项目建成后，公司计划出售部分车位和商业配套建筑物，对剩余车位采用对外开放停车的形式出租收费，未来需关注项目建设情况、销售情况和租赁情况。

截至 2019 年末，公司主要在建工程项目总投资 18.37 亿元，累计已投资 8.29 亿元，尚需投资 10.08 亿元，未来面临较大的资金压力，且需关注委托代建项目收入实现情况。

表7 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否为政府代建
绵阳市安州区城市停车场项目	91,513.28	54,928.72	否
凯江流域治理工程	59,000.00	14,905.50	是
宝雕路	33,154.25	13,079.75	是
合 计	183,667.53	82,913.97	

资料来源：公司提供

水费业务收入持续性较好

公司供水业务由子公司绵阳市安州区龙泉供水有限责任公司运营，供水范围包括花菱镇、秀水镇、塔水镇、河清镇、晓坝镇、桑枣镇、罗浮山温泉开发区、兴仁乡、乐兴镇，安昌（北川）镇场镇及部分村组，主要供应居民用水、工业用水、营业用水和特种用水，公司自 2015 年起加大特种用水的供应。2016-2018 年公司将安装及材料业务收入纳入供水业务统计，2019 年公司将安装及材料业务收入纳入公路养护业务。

表8 公司水费业务明细（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水费收入	1,903.76	-11.90%	3,364.09	12.13%
其中：供水收入	1,903.76	-11.90%	1,553.00	-6.10%
安装及材料收入	0.00	-	1,811.09	27.76%

资料来源：公司提供

随着供水量及水价的提升，公司供水业务收入规模有所增长，但由于供水能力利用率较低且存在供水耗损，供水业务仍然亏损，且因维修旧水管，2019 年水费业务毛利率下滑至

-11.90%。

表9 公司供水业务情况

业务指标	2019 年	2018 年
水厂数（座）	6	6
日供水能力（万立方米）	6	6
供水管网总长度（公里）	411	382
全年供水量（万立方米）	1,029.06	869.48
全年售水量（万立方米）	957.03	785.94
供水能力利用率	47.64%	40.25%
耗损率	7.00%	9.61%
自来水用户数（户）	59,000	55,982

注：（1）耗损率=（全年供水量-全年售水量）/全年供水量；

（2）供水能力利用率=全年供水量/（日供水能力*360 天），一年按 360 天计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 安州区水价情况（单位：元/立方米）

项目	2017 年 6 月以后（含 6 月）		2019 年 6 月 1 日起	
	基本水费	污水处理费	基本水费	污水处理费
居民用水	第一级 180 立方米及以下 1.85 元；第二级 180-300（含 300）立方米 2.68 元；第三级 300 立方米以上 5.15 元	0.85	第一级 180 立方米及以下 2.10 元；第二级 180-300（含 300）立方米 3.05 元；第三级 300 立方米以上 5.90 元	花菱城区 0.85 元/吨，其他建制镇：在建污水处理厂未投入运行的 0.4 元/吨
工业用水	2.10	1.20	2.10	1.20
特种行业用水	3.30	2.00	3.30	2.00

资料来源：绵阳市安州区发改局水价批复文件（绵安发改价[2017]5 号），中证鹏元整理

公司积极扩展农村供水工程，目前已有一条农村供水管道铺设完成，乐兴镇和新仁镇正在进行城乡供水一体化试点（供水给两镇及周围一万左右农村居民），公司未来规划将安州区一半农村居民（约 15 万人）纳入供水范围，公司水费收入持续性较好。

公司油卡销售业务毛利率较低且有一定政策风险

公司产品销售业务由子公司绵阳九洲北斗新时空能源有限公司（以下简称“九洲北斗”）负责运营，九州北斗系 2019 年新购买的子公司，业务系销售北斗加油卡（储值型加油卡）。根据九洲北斗与四川中油九洲北斗科技能源有限公司（以下简称“四川中油”，最大股东为中国石油天然气股份有限公司）签订的《业务合作协议》，四川中油授权九洲北斗在德阳、绵阳、广元、遂宁、内江、自贡、宜宾、泸州八个区域内代表四川中油开展客户开发和维护工作，九洲北斗新客户开发全部采取代理方式，若不能积极履行客户开发和维护义务，四川中油有权将其履职不力的区域进行收回。九洲北斗与四川中油的结算付款方式为 T+1 天，结

算不跨月、不跨年，当月或当年应付清预充值款。

客户先向九洲北斗支付加油款项，九洲北斗再给四川中油支付加油款，九洲北斗作为中间商向客户提供油商服务，九洲北斗与客户结算方式为按月结算。公司客户主要为大型物流行业等对油品需求量大的单位。客户不仅可以获取加油返利，还可以获取 16% 增值税专用发票用于抵扣进项，降低成本费用。

2019 年油卡销售业务毛利率仅为 1.20%，销售金额前五名客户合计占产品销售收入比重为 13.40%，客户较为分散。需要注意的是，若中国石油总部的加油卡相关政策发生变动，则四川中油有权对九州北斗代理协议相关内容进行重新修订并重新签订协议。

整体来看，油卡销售业务毛利率较低，且有一定的政策风险。

表 11 公司油卡产品销售金额前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售金额 (不含税)	销售金额占产品 销售收入比重
2019 年	拉货宝网络科技有限责任公司福建分公司	油卡	4,282.83	5.63%
	安徽慧通互联物流科技有限公司	油卡	2,731.28	3.59%
	成都冀川大件运输有限公司	油卡	1,252.29	1.65%
	成都生升物流有限公司	油卡	974.12	1.28%
	安徽运通达物流科技有限公司	油卡	944.97	1.24%
	合计	-	10,185.48	13.40%

资料来源：公司提供

贸易业务规模较小且波动较大

公司销售水泥及钢材业务由子公司绵阳市龙安商贸有限公司（以下简称“龙安商贸”）负责运营，为外购外销贸易，产品主要包括水泥、钢材、沥青、铬矿和设备等，龙安商贸先通过与下游客户签订采购合同，再向上游合作的水泥及钢材厂商订购，针对下游结算方式一般为先款后货。贸易业务规模波动较大。2019 年公司实现销售水泥及钢材业务收入 1,420.68 万元，同比减少 78.61%。

表 12 公司贸易业务收入产品分类情况（单位：万元）

产品名称	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	803.61	5.80%	4,138.05	2.76%
三级螺纹钢	527.49	5.80%	2,026.07	0.53%
其他	89.58	5.79%	478.09	3.56%
合计	1,420.68	5.80%	6,642.21	2.14%

资料来源：公司提供

公司商品房销售业务收入来源有一定保障，但规模较小，未来需关注房产项目建设、销

售和移交情况

公司商品房销售业务由子公司绵阳海珂实业有限公司（2017 年收购，以下简称“海珂实业”）负责，目前开发项目有“海珂花郡”项目和“安投东禅寺综合市场”项目，“海珂花郡”项目位于安州区花菱老城区中心白茅寺路，建设和销售的产品主要是住宅和商铺，分为三期，一期于 2014 年取得预售许可证，二期部分建筑于 2019 年取得预售许可证。“安投东禅寺综合市场”项目位于安州区花菱镇文星村中心街北段，建设和销售产品主要为商铺，于 2018 年 7 月取得预售许可证。

截至 2019 年末，公司无其他房地产相关的储备用地；公司可售建筑面积合计 28.01 万平方米，剩余可售建筑面积 3.92 万平方米，2019 年预收购房款 2.06 亿元，房产销售业务收入来源有一定的保障，但 2019 年因房地产项目建设进度未达到交房条件，致使公司未确认相关收入，未来需关注项目建设、销售和移交情况。

表13 截至2019年末公司商品房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	地区	可售面积	剩余可售面积	2019 年		2018 年	
				销售金额	结算金额	销售金额	结算金额
海珂花郡（一期）	安州区花菱白茅寺路	16.83	1.18	403.24	0.00	426.18	3,941.66
安投东禅寺综合市场	安州区花菱镇文星村中心街北段	1.01	0.68	0.00	0.00	3,019.80	3,019.80
海珂花郡二期（花熙府）	安州区花菱白茅寺路	10.17	2.06	20,148.85	0.00	0.00	0.00
合计	-	28.01	3.92	20,552.09	0.00	3,445.98	6,961.46

注：2019 年末海珂花郡二期（花熙府）仅部分建筑取得预售许可证，未来可售面积或有变动。

资料来源：公司提供

另外，公司账上有已完工但尚未结算保障房建设项目（即为安州区保障性住房建设项目），2019 年末账面价值 5,890.93 万元，该项目于 2018 年 5 月办理决算及登记备案手续，但截至 2020 年 6 月末，该项目尚未签订回购协议，该项目收益实现方式尚不明确。

公司继续获得地方政府的支持

资产注入方面，2019 年子公司四川金顺达公路工程有限责任公司获得政府无偿划拨的土地 681.78 万元，性质均为划拨，用途为公路用地。

财政补贴方面，2019 年公司获得 1,920.89 万元棚改补贴、贷款本息补贴 4,433.00 万元、其他补贴 111.56 万元。

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中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年、2019 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019 年公司合并范围内子公司新增 4 家，未减少子公司，明细如表 1 所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性较弱

2019 年末，公司总资产规模为 102.37 亿元，同比增长 18.88%，主要系负债快速增长所致；从资产构成来看，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 71.24%。

截至 2019 年末，公司货币资金 6.72 亿元，主要系银行存款 6.21 亿元，受限货币资金 0.51 亿元，全部系用于质押担保的定期存单，受限比例 7.51%。

截至 2019 年末，应收账款余额 9.34 亿元，其中政府往来款余额占比 85.25%、按账龄统计应收款余额占比 14.75%，另外应收前五名占应收账款年末余额合计数的比例为 62.89%，应收对象分别为安州区国土局、安州区财政局、安州区人民政府、安县安康服务有限责任公司²、绵阳鸿源建筑安装有限公司（民企）；其他应收款账面价值 24.13 亿元，其中政府往来款余额占比为 77.51%，应收对象主要为绵阳市安州区财政局、绵阳市安州区农业局、绵阳市安州区交通运输局、绵阳市安州区征收办等，政府往来回收风险低，但回款时间不确定；公司应收款项账面价值占公司总资产比重合计 32.22%，占用公司较多的资金。

公司存货主要系待开发的土地、消耗性生物资产、商品房和保障住房项目等；2019 年末，公司存货规模 28.92 亿元，占总资产比重 28.25%，其中受限存货 2.63 亿元，占存货的 9.10%；公司存货中待开发土地合计 16 宗，面积 82.24 万平方米，账面价值合计 19.60 亿元，系商服用地、零售商业用地和城镇住宅用地；存货中新增土地源于公司购买；消耗性生物资产 2.02 亿元，系政府无偿划入的林木资产。

表14 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	67,202.14	6.56%	48,661.87	5.65%
应收账款	88,468.65	8.64%	76,761.40	8.91%
其他应收款	241,339.96	23.58%	160,052.19	18.59%

² 安县安康服务有限责任公司系安州区国土局下公司，已经注销，相关应收账款还未调整至安州区国土局名下，未来需关注相关款项回收情况。

存货	289,171.76	28.25%	250,985.05	29.15%
流动资产合计	729,259.69	71.24%	543,975.70	63.17%
长期股权投资	55,357.69	5.41%	53,107.20	6.17%
投资性房地产	94,261.03	9.21%	73,458.00	8.53%
固定资产	36,675.58	3.58%	49,570.88	5.76%
无形资产	64,191.78	6.27%	67,345.95	7.82%
其他非流动资产	24,064.00	2.35%	24,060.00	2.79%
非流动资产合计	294,418.87	28.76%	317,134.14	36.83%
资产总额	1,023,678.56	100.00%	861,109.84	100.00%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司长期股权投资 5.54 亿元，均系对联营企业的投资，主要包括持有的 45.61%四川省银河化学股份有限公司³股权和 4.53%四川安州农村商业银行股份有限公司股权等；公司投资性房地产 9.43 亿元，同比增加 28.32%，主要系从固定资产转入 1.44 亿元房产，其中未办妥权证投资性房地产 0.51 亿元，用于抵押的投资性房地产 1.86 亿元。固定资产主要为自有的办公楼和机器设备等。无形资产主要系土地使用权和专利权，其中 3.83 亿元无形资产用于抵押担保。其他非流动资产 2.41 亿元，主要系公司委托绵阳市安州区工业开发有限公司认购“亿衍资产灵兮 2 号私募投资基金”7,000 万元以及“首创证券-汇泽 16 号定向资产管理计划”1.67 亿元。

总体来看，公司资产规模持续增长，但资产主要为应收款项、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产等，且部分资产因借款抵押而受限，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入显著增长，利润主要依赖公允价值变动收益、投资收益和政府补助等非经营性收益

公司收入显著增长，2019 年公司实现营业收入 9.75 亿元，同比大幅增长 267.83%，主要系新增产品销售业务收入 7.60 亿元，占营业收入比重高达 78.00%；收入占比前三业务从 2018 年的商品房销售、销售水泥及钢材、水费业务变为 2019 年的产品销售业务、工程管理工作、水费业务。

2019 年公司实现公允价值变动收益 6,295.36 万元，另外通过长期股权投资确认的投资收益 3,613.37 万元，且获得政府补助 6,465.45 万元；上述非经营性的收益合计与利润总额之比为 268.60%。

³ 四川省银河化学股份有限公司主要业务为铬盐化工生产、维生素系列精细化工、水泥建材、硫酸化工、太阳能电子浆料、机械制造、矿产开发。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	97,477.39	26,500.61
投资收益	3,613.37	3,265.13
公允价值变动收益	6,295.36	3,294.44
其他收益	6,465.45	1.67
营业利润	7,410.97	-710.31
营业外收入	185.72	6,749.87
其中：政府补助	0.00	6,700.62
利润总额	6,096.01	5,826.58
综合毛利率	9.93%	26.71%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营活动现金流波动较大，在手项目资金需求量较大，仍然面临较大资金压力

2019 年公司收现比为 1.20，主业收现情况有所好转。公司收到其他与经营活动有关的现金主要系收到往来款和政府补贴，支付的其他与经营活动有关的现金主要为支付往来款和经营管理费用。2019 年公司经营活动现金表现为净流入 2.31 亿元，波动较大，仍不足以支持公司项目建设需求。截至 2019 年末，公司主要在建工程项目尚需投资 10.08 亿元。

公司投资活动持续净流出，主要为在建工程支出。

公司资金来源仍然依赖筹资活动，筹资活动资金流入主要来源于借款，筹资活动流出主要用于偿还债务。公司后续项目建设仍然面临较大的资金压力。

表16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.20	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	117,335.71	20,941.00
收到的其他与经营活动有关的现金	47,727.41	7,736.03
购买商品、接受劳务支付的现金	127,349.28	22,389.72
支付的其他与经营活动有关的现金	8,117.45	34,692.86
经营活动产生的现金流量净额	23,065.05	-32,831.80
投资活动产生的现金流量净额	-14,577.64	-51,347.22
筹资活动产生的现金流量净额	14,602.86	61,770.70
现金及现金等价物净增加额	23,090.27	-22,408.33

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模快速攀升，债务压力较大

2019 年末公司所有者权益 42.00 亿元，同比下滑 2.83%，一方面系子公司绵阳富腾实业有限公司偿还部分明股实债抵减了资本公积，另一方面系子公司绵阳安州农业科技综合发展有限公司将原本政府划拨作为灾后重建的资金从资本公积调整至专项应付款；公司负债规模持续增长，2019 年公司负债总额 60.37 亿元，同比增长 40.76%；综上，公司产权比率上升至 143.73%，权益对负债的覆盖能力继续减弱。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	603,665.16	428,858.59
所有者权益	420,013.40	432,251.25
产权比率	143.73%	99.22%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以流动负债为主，2019 年末流动负债占总负债的比重为 60.45%。

截至 2019 年末，公司短期借款规模 6.85 亿元，系抵押借款、保证借款和质押借款，抵押物系土地使用权和房屋，质押物系定期存单和股权；其他应付款主要系与其他单位往来款；预收账款主要系 1 年以内的预收购房账款 2.06 亿元。

公司长期借款系信用借款、质押借款和抵押借款，利率范围多为 4.35%-12.18%，到期日期比较分散；应付债券系本期债券、18 绵安专债 02（规模 5 亿元，票面利率 8.1%，7 年期，起息日 2018 年 11 月 22 日）和 19 绵安专债 01（规模 2 亿元，票面利率 7.9%，7 年期，起息日 2019 年 11 月 25 日）；公司长期应付款主要系专项应付款、定向融资产品（利率 9.00%-10.00%，3 年期，投向为公司名下基建项目）、融资租赁款（合同到期日为 2021 年 12 月），专项应付款主要系代收代付的专项资金。

表18 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
短期借款	68,523.00	11.35%	46,900.00	10.94%
其他应付款	234,224.21	38.80%	146,612.48	34.19%
预收账款	35,668.77	5.91%	1,787.54	0.42%
流动负债合计	364,902.42	60.45%	225,466.07	52.57%
长期借款	93,951.72	15.56%	91,694.72	21.38%

应付债券	97,121.43	16.09%	77,943.10	18.17%
长期应付款	38,012.25	6.30%	26,373.47	6.15%
非流动负债合计	238,762.73	39.55%	203,392.52	47.43%
负债合计	603,665.16	100.00%	428,858.59	100.00%
其中：有息债务	279,336.25	46.27%	240,300.02	56.03%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，包括短期借款、应付票据、一年内到期非流动负债、长期借款、应付债券、定向融资产品、融资租赁款在内的有息负债总额为 27.93 亿元，占负债总额的 46.27%，同比增长 16.24%，有息债务快速攀升；公司计划于 2020 年偿付有息债务本息 8.33 亿元，短期性债务偿还规模较大。

表19 截至2019年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	83,305.80	36,271.29	34,280.29	125,478.87

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2019 年末，公司资产负债率为 58.97%，同比上升了 9.17 个百分点，长期偿债压力加大；公司现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数分别增至 0.75 和 2.28，均略有改善。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	58.97%	49.80%
现金短期债务比	0.75	0.59
EBITDA 利息保障倍数	2.28	2.23
有息债务/EBITDA	17.65	16.03

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

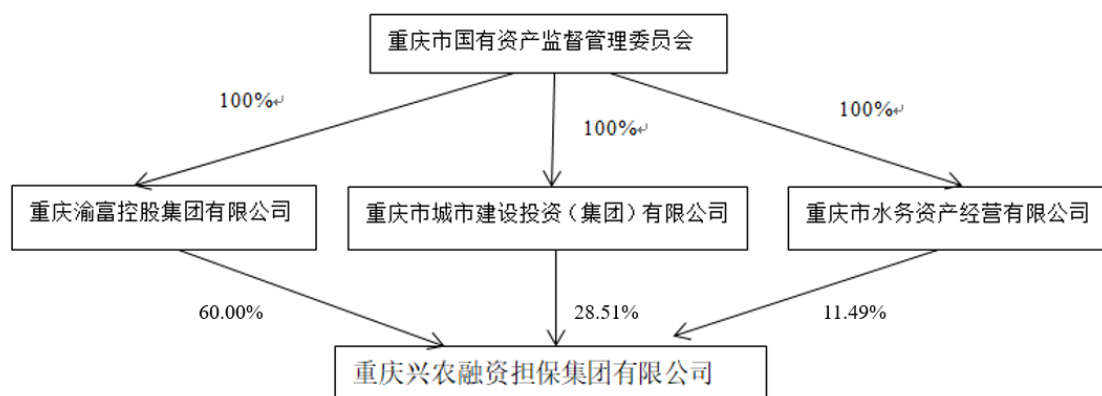
兴农担保为本期债券提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

兴农担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴农担保保证的范围包括：本期债券到期兑付的本金及利息，以及应支付的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于 2011 年 8 月 31 日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。兴农担保初始注册资本 300,000.00 万元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆

市城市建设投资（集团）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资 60,000.00 万元，20,000.00 万元及 20,000.00 万元成立，股权比例分别为 60%、20%及 20%。2014 年 4 月，兴农担保名称变更为现名。2017 年 10 月，兴农担保增资 82,000.00 万元，同时通过留存收益转增实收资本 18,000 万元。2018 年 6 月，渝富资产将持有兴农担保 60%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。历经数次增资，根据兴农担保 2019 年股东会第五次会议的决议，兴农担保将未分配利润转增资本 0.50 亿元，同时渝富集团、重庆市城市建设投资（集团）有限公司以货币出资方式分别增资 13.32 亿元、8.88 亿元。截至 2019 年末，兴农担保注册资本和实收资本均为 521,981.61 万元，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，兴农担保股权关系如下图所示。

图 2 截至 2019 年末兴农担保股权结构图



资料来源：公司提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2017-2019 年，兴农担保分别实现营业总收入 6.12 亿元、7.43 亿元和 10.46 亿元。担保业务收入分别占当期营业总收入的 74.35%、70.01%和 76.16%。2017-2019 年兴农担保期末在保余额分别为 384.29 亿元、555.80 亿元和 616.43 亿元，年复合增长率为 26.65%，担保业务规模持续增长。

截至 2019 年 12 月 31 日，兴农担保资产总额为 211.42 亿元，所有者权益为 97.84 亿元；2019 年度，兴农担保实现营业总收入 10.46 亿元，利润总额 3.06 亿元。截至 2019 年末，兴农担保融资担保责任余额为 539.28 亿元。

表 21 兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91

利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	-	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%	17.38%

注：2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数），“-”为尚未获取数据。
资料来源：兴农担保 2018-2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

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，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 7 月 22 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 2.20 亿元，与当期末净资产之比为 5.24%，担保对象为事业单位，均未设置反担保，公司面临一定的或有负债风险。

表22 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	担保金额	借款到期日	是否存在反担保
绵阳市安州区人民医院	保证	15,000.00	2020/12/18	否
四川省绵阳市安州中学	抵押	4,000.00	2021/12/24	否
绵阳市安州区中医院	抵押	3,000.00	2021/3/27	否
合计		22,000.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019 年公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础；公司业务收入来源有一定保障；公司继续获得外部支持，并且第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，应收款项占用较多资金，投资性房地产、固定资产和无形资产集中变现较难；经营活动现金流不足以支持工程项目投资需求，公司面临较大资金压力，有息债务增长较快，偿债压力较大，有一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，维持本期债券信用等级为 AAA，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	67,202.14	48,661.87	72,184.51
应收账款	88,468.65	76,761.40	86,263.78
预付款项	26,859.91	3,513.30	5,426.78
其他应收款(合计)	241,339.96	160,052.19	103,410.48
存货	289,171.76	250,985.05	242,180.20
其他流动资产	5,284.07	3,814.14	3,618.05
流动资产合计	729,259.69	543,975.70	513,118.80
长期股权投资	55,357.69	53,107.20	49,842.07
投资性房地产	94,261.03	73,458.00	92,029.09
固定资产(合计)	36,675.58	49,570.88	77,086.82
在建工程(合计)	15,892.52	35,558.95	15,495.01
无形资产	64,191.78	67,345.95	34,856.13
非流动资产合计	294,418.87	317,134.14	327,899.92
资产总计	1,023,678.56	861,109.84	841,018.72
短期借款	68,523.00	46,900.00	32,115.00
预收款项	35,668.77	1,787.54	4,173.82
其他应付款(合计)	234,224.21	146,612.48	105,021.15
一年内到期的非流动负债	14,482.80	19,006.20	6,400.00
流动负债合计	364,902.42	225,466.07	157,005.04
长期借款	93,951.72	91,694.72	125,268.72
应付债券	97,121.43	77,943.10	0.00
长期应付款(合计)	38,012.25	26,373.47	64,115.48
非流动负债合计	238,762.73	203,392.52	195,283.49
负债合计	603,665.16	428,858.59	352,288.53
有息债务	279,336.25	240,300.02	168,407.10
所有者权益合计	420,013.40	432,251.25	488,730.20
营业收入	97,477.39	26,500.61	47,420.69
营业利润	7,410.97	-710.31	4,836.29
营业外收入	185.72	6,749.87	6,181.44
净利润	4,333.62	3,850.03	8,804.75
经营活动产生的现金流量净额	23,065.05	-32,831.80	936.77
投资活动产生的现金流量净额	-14,577.64	-51,347.22	-18,502.06
筹资活动产生的现金流量净额	14,602.86	61,770.70	46,607.51
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	9.93%	26.71%	28.31%

收现比	1.20	0.79	0.58
产权比率	143.73%	99.22%	72.08%
资产负债率	58.97%	49.80%	41.89%
现金短期债务比	0.75	0.59	1.60
EBITDA（万元）	15,826.68	14,987.32	16,862.98
EBITDA 利息保障倍数	2.28	2.23	3.81
有息债务/EBITDA	17.65	16.03	9.99

资料来源：公司 2017 年、2018 年、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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	期末现金及现金等价物余额
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的定向融资产品} + \text{长期应付账款中的融资租赁款}$

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。