

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)
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
【895】号 01

债券简称：
第一期：17 资兴城投 01/
PR 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：6.40 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
比例逐年偿还债券本金

分析师

姓名：
王先宗 刘诗华
电话：
0755-82873175
邮箱：
wangxz@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) 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	PR 资城 01：AA+ 17 资城 02：AA+	PR 资城 01：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	2020 年 8 月 24 日	2019 年 6 月 24 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“PR 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 2020 年度跟踪评级结果为：PR 资城 01 及 17 资城 02 两期债券信用等级均维持为 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：公司外部环境较好，为其发展提供良好基础；公司未来收入来源有较好保障，并持续得到外部较大力度支持；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 PR 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，主要在建代建项目尚需投资规模较大，仍面临一定的资金压力；有息债务规模继续增长，债务压力进一步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。资兴市第三产业占比较高，对旅游业较为依赖。2019 年资兴市地区生产总值为 319.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%，地区经济实力继续增强。

- **公司未来收入来源有较好保障。**公司主要在建代建项目较多，计划总投资共 394,565.00 万元，累计已投资 226,912.11 万元；旅游、自来水业务收入具有较好可持续性，公司未来收入来源有较好保障。
- **公司持续得到外部较大力度支持。**2019 年资兴市投融资服务中心和资兴市财政局分别向公司注入保障性住房及补充资本金，合计增加公司资本公积 76,672.71 万元，公司当期获得政府补贴 12,344.59 万元，公司资本实力得到有效提升。
- **瀚华担保和重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升 PR 资城 01 和 17 资城 02 的信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保和重庆进出口担保主体长期信用等级均为 AA+，二者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两期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为 30.88%，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 51.55%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计 30.31 亿元，占总资产比重为 26.80%，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，仍面临一定的资金压力。**2019 年公司主营业务收入现情况不佳，当期收现比为 0.74，经营活动现金净流出 38,285.89 万元，表现仍较差。截至 2019 年末，公司主要在建代建项目尚需投资 174,881.01 万元，公司仍面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模继续增长，债务压力进一步加大。**截至 2019 年末，公司有息债务总额达到 41.48 亿元，同比增长 19.89%，占总负债的比重提升至 91.33%，当期 EBITDA 利息保障倍数降至 1.06，有息债务/EBITDA 提升至 17.80，有息债务压力进一步加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 93,816.85 万元，与公司 2019 年末净资产的之比为 13.87%，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	2019年	2018年	2017年
总资产	1,130,713.31	971,104.00	861,427.55
所有者权益	676,529.23	589,678.10	411,009.24
有息债务	414,798.81	345,980.50	292,732.00
资产负债率	40.17%	39.28%	52.29%
现金短期债务比	1.75	2.78	15.42
营业收入	72,986.51	74,313.88	68,762.71
其他收益	11,873.00	11,000.00	0.00
营业外收入	572.44	251.08	10,040.24
利润总额	10,140.47	10,195.42	10,182.54
综合毛利率	17.57%	17.35%	16.67%
EBITDA	23,308.51	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.29	1.38
经营活动现金流净额	-38,285.89	-63,719.71	80,646.75
收现比	0.74	0.75	0.93

资料来源：公司 2017-2019 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	2019年	2018年	2017年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
期末在保余额（亿元）	392.66	449.61	482.41
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

资料来源：瀚华担保 2017-2019 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	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017 年和 2018 年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：重庆进出口担保 2017-2019 年审计报告、重庆进出口担保提供，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“PR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12月31日，PR资城01募集资金专项账户余额为78.40万元；17资城02集资金专项账户余额为23.07万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本，公司董事、监事、高级管理人员均未发生改变。2020年3月18日，公司股东资兴市国有资产经营管理中心变更为资兴市投融资服务中心（以下简称“资兴投融资中心”），资兴投融资中心隶属于资兴市人民政府管理。截至2020年6月30日，公司注册资本及实收资本仍为18,000万元，资兴投融资中心持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内公司合并报表范围无变化，截至2019年末纳入公司合并报表范围的一级子公司共6家，2019年公司将子公司湖南东江湖旅游发展有限公司（以下简称“东江湖旅游”）和子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”）股权转让给子公司开元（资兴）投资有限公司。

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 年资兴市经济实力继续增强，经济增速高于全国平均水平

2019 年资兴市实现地区生产总值 319.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%，高于全国平均增速。按常住人口计算，2019 年资兴市人均 GDP 为 90,613 元，按可比价格计算增长 7.4%，与全国人均 GDP 的比值为 127.82%，经济发展水平相对较好。分产业来看，第一产业增加值 28.60 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 170.90 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 119.91 亿元，增长 9.5%。三次产业的结构比例由 2018 年的 7.0：58.3：34.7 调整到 2019 年的 9.0：53.5：37.5，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，对旅游业较为依赖。

2019 年资兴市工业增加值 149.54 亿元，同比增长 8.0%，占全市生产总值的比重为 46.8%，对全市经济增长的贡献率为 47.7%。规模工业按行业门类划分，采矿业增加值下降 5.2%，制造业增长 10.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。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 76.0%，提高 0.5 个百分点。战略性新兴产业增加值增长 1.1%，六大高耗能工业增加值下降 4.1%。

2019 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 32.6%；第二产业投资增长 24.9%；第三产业投资增长 7.1%。工业固定资产投资增长 25.6%；

工业技术改造投资增长 53.8%。民生工程投资增长 56.6%；基础设施投资下降 28.0%；高新技术产业投资增长 51.8%。全市 5,000 万元以上项目个数比上年下降 23.3%，5,000 万元以上项目完成投资下降 26.9%。全市房地产开发投资 7.32 亿元，比上年增长 28.5%。商品房销售面积 38.68 万平方米，增长 36.0%；商品房销售额 17.51 亿元，增长 52.6%。

2019 年全市社会消费品零售总额 91.37 亿元，比上年增长 10.7%。分经营地看，城镇消费品零售额 85.33 亿元，乡村消费品零售额 6.04 亿元。按消费形态分，商品零售额 80.39 亿元，餐饮收入额 10.98 亿元。限额以上批发和零售业法人单位商品零售额 9.17 亿元，增长 32.7%。

表 1 资兴市主要经济指标及同比变化情况（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	319.41	8.0%	346.74	8.8%
第一产业增加值	28.60	3.7%	24.33	3.6%
第二产业增加值	170.90	7.7%	202.07	7.6%
第三产业增加值	119.91	9.5%	120.34	12.4%
工业增加值	149.54	8.0%	180.37	7.6%
全年固定资产投资	-	11.6%	-	10.6%
社会消费品零售总额	91.37	10.7%	82.57	11.0%
存款余额	217.99	-1.08%	203.35	-1.08%
贷款余额	116.62	9.94%	101.86	9.94%
人均 GDP（元）		90,613		98,871
人均 GDP/全国人均 GDP		127.82%		152.95%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年资兴市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于资兴市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算（草案）的报告》，2019 年资兴市实现公共财政收入 25.78 亿元，同比增长 4.41%，其中税收收入占公共财政收入比重为 74.92%；实现政府性基金收入 10.96 亿元；同期资兴市公共财政支出为 42.54 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 60.60%。

资兴市截至 2019 年末共有两家平台公司，公司与兴市成诚投资有限公司（以下简称“成诚公司”）均为资兴市重要的基础设施建设主体，但所负责业务范围区域有所不同，公司主要负责资兴市城区的基础设施建设和土地开发整理业务，成诚公司则主要负责资兴市经济开发区内的土地整理、城市基础设施建设及保障性住房建设等业务。

表 2 截至 2019 年末资兴市主要平台概况（单位：亿元）

主要平台名称	总资产	净资产	收入	股东
资兴市城市建设投资有限责任公司	113.07	67.65	7.30	资兴市投融资服务中心
资兴市成诚投资有限公司	92.56	69.18	7.03	资兴市投融资服务中心

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。从收入结构来看，2019 年市政基础设施建设工程收入占比 54.99%，仍是公司主要收入构成；2019 年受土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理收入占比 27.48%，但波动较大；2019 年自来水费及管道安装收入及旅游门票及周边收入增长较快，对公司收入形成有益补充，但 2020 年突发 COVID-19 疫情，对旅游行业造成较大冲击，公司旅游业务收入将面临下滑压力。毛利率方面，因自来水费及管道安装收入、其他业务毛利率提升影响，2019 年公司综合毛利率小幅提升至 17.57%。

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
市政基础设施建设工程收入	39,987.95	16.87%	67,238.89	16.98%
土地开发整理收入	20,057.82	16.67%	927.47	16.67%
旅游门票及周边收入	8,185.81	15.81%	4,173.28	25.30%
自来水费及管道安装收入	4,487.61	29.38%	1,845.18	12.05%
其他业务	267.32	45.14%	129.06	34.94%
合计	72,986.51	17.57%	74,313.88	17.35%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建代建项目较多，未来收入来源有较好保障，但在建项目尚需投资规模较大，公司仍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波动性

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。

2019 年公司确认的市政基础设施建设工程收入为 39,987.95 万元，同比下降 40.53%，收入下降主要受到国家关于防控政府债务风险以及湖南省“调、缓、停、撤”文件的政策影响，新增项目建设减少，且在建项目进度缓慢所致。其中主要确认基础设施代建收入的项目为资兴市农村服务平台、资兴市中小学改扩建工程、东环路等，具体情况如下表所示。2019 年市政基础设施建设工程毛利率较上年小幅下降 0.11 个百分点，系个别零星工程影响所致。

表 4 2019 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
资兴市农村服务平台	6,909.28	5,757.74
资兴市中小学改扩建	5,090.77	4,242.31
东环路	4,400.97	3,667.47
矿工南路凤凰路提质改造	3,360.98	2,800.82
资兴市管宁路建设项目	3,127.73	2,606.44
江北路网\莲花路景观照明	2,135.62	1,779.69
资兴市城市供水设施改扩建项目	1,523.87	1,269.89
东江湾水利综合治理	1,443.61	1,203.01
东江湾大桥	1,431.10	1,192.58
采煤沉陷区综合治理	1,254.76	1,045.64
青鲁湖公园	1,206.65	1,005.54
东江文化创意产业园	1,189.50	991.25
东江湖铅锌矿处置项目	902.97	752.48
江口至白廊公路\白廊环湖公路	824.62	687.18
流华湾改造工程	810.24	675.20
北乡片农村安全引水	708.35	590.29
资兴大道	459.74	383.12
政务中心配套基础设施建设	416.17	346.80
莲花路	312.89	260.74
环湖公路东江湖江口至白廊段	227.96	189.97
东江城区道路提质改造工程	153.20	127.66
零星工程	2,096.99	1,666.36
合计	39,987.95	33,242.16

注：资兴市城市供水设施改扩建项目为募投项目；零星工程包括子公司市政公司项目。

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。2019年，公司承建的土地开发整理项目主要为兴宁新型城镇化项目、东江库区和上灶坪区（一期）棚户区、资兴市东江木材厂棚户区改造项目 and 东江片区城市棚户区改造（半岛幸福苑安置小区）项目，2019年公司实现土地开发整理收入 20,057.82 万元，较上年大幅增加，但土地开发整理业务受当地土地一级市场及政府规划安排影响，未来仍存在一定波动性。

表 5 2019 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
兴宁新型城镇化项目	13,634.58	11,362.15
东江库区和上灶坪区（一期）棚户区	2,163.61	1,803.01
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	2,019.99	1,683.32
东江片区城市棚户区改造（半岛幸福苑安置小区）项目	1,598.88	1,332.40
州门司镇新型城镇化	640.77	533.97
合计	20,057.82	16,714.85

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建代建项目较多，计划总投资共 394,565.00 万元，累计已投资 226,912.11 万元，随着项目逐渐完工结算，未来短期内收入来源有较好保障。但主要在建代建项目尚需投资 174,881.01 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 PR 资城 01 与 17 资城 02 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，项目目前已确认代建收入 1,523.87 万元。截至 2019 年末募投项目引水工程和东江水厂提质改造已完工并开始试运营，剩余部分仍在建设中，暂未产生收益，未来收益是否能达预期仍存在一定不确定性。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订委托代建
兴宁新型城镇化项目	25,200.00	11,362.15	否
东江库区和上灶坪社区（一期）棚户区	19,500.00	1,803.01	是
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	30,114.00	11,136.10	否
东江片区城市棚户区改造（半岛幸福苑安置小区）项目	28,000.00	3,598.44	是
州门司镇新型城镇化	18,000.00	533.97	否
资兴市农村综合服务平台	9,500.00	9,818.74	否
资兴市中小学改扩建	20,000.00	18,480.95	否
东环路	19,000.00	25,909.38	否
矿工南路凤凰路提质改造	3,000.00	2,800.82	否
资兴市城市供水设施改扩建项目	134,141.00	86,269.89	是

东江湾水利综合治理	46,381.00	31,358.65	是
东江湾大桥	14,849.00	10,621.51	否
采煤沉陷区综合治理	1,500.00	1,045.64	否
青鲁湖公园	4,800.00	2,570.63	否
东江文化创意产业园	1,830.00	991.25	否
流华湾改造工程	5,100.00	3,367.57	否
资兴大道	12,000.00	3,804.47	否
莲花路	1,650.00	1,438.94	否
合计	394,565.00	226,912.11	-

注：已投资包含已结转成本金额；部分项目实际施工与规划存在差异，累计已投资超过预计投资规模。
 资料来源：公司提供

公司旅游及自来水业务收入具有较好可持续性，对收入形成有益补充

公司旅游业务主要由孙公司资兴文旅投和东江湖旅游负责。目前公司主要经营景区为国家AAAAA级东江湖风景旅游区。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。由于2018年东江湖旅游为非同一控制下企业合并增加的子公司，2018年确认收入月份为8-12月，同时随着2019年接待旅游人数增加，旅游门票及周边收入持续增长，2019年公司合计实现旅游门票及周边收入8,185.81万元；毛利率方面，2019年旅游业务毛利率为15.81%，较2018年下滑9.49个百分点，主要受2018年并表后正处于旅游旺季（每年7-10月），2019年整年分摊之后毛利率有所下滑。

公司自来水业务主要由子公司资兴市自来水有限公司负责。其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，目前资兴自来水有限公司名下有木银桥、东江、兴宁三个水厂。由于2018年资兴市自来水有限公司为非同一控制下企业合并增加的子公司，2018年确认收入月份为8-12月，同时随着公司供应用户数增加，供水量不断增加，水费收入和管道安装业务收入持续增长，2019年公司实现自来水费及管道安装收入4,487.61万元；毛利率方面，2019年自来水业务毛利率为29.38%，较2018年提升17.33个百分点，主要系2019年自来水业务中的管道安装收入占比提升所致。

整体来看，2019年公司旅游及自来水业务收入具有较好可持续性，对收入形成了有益补充，但2020年突发COVID-19疫情，对旅游行业造成较大冲击，公司旅游业务收入将面临下滑压力。

公司外部支持力度较大，资本实力得到有效的提升

公司作为资兴市重要的基础设施建设经营主体，当地政府给予了较大的支持。2019年根据资兴投融资中心《关于将我市部分保障性住房资产注入开元（资兴）投资有限公司的批复》（资投融资发[2019]7号）与资兴市财政局《关于资兴市城市建设投资有限责任公

司财政拨款补充资本金的通知》（资财投函[2019]43号）文件，通过注入公司保障性住房资产与拨付资金，公司分别增加资本公积 56,672.71 万元与 20,000.00 万元。

财政补贴方面，2019 年根据资财投函[2019]44 号文件，公司获得资兴市财政局营运资金补贴 11,873.00 万元，此外还获得其他政府补助合计 471.59 万元，合计获得政府补贴 12,344.59 万元，公司获得了外部较大力度的支持，资本实力得到有效的提升。

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2018年、2019年审计报告，财务报表均采用新会计准则进行编制。截至2019年末公司纳入合并报表范围的一级子公司共6家。

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，但整体资产流动性较弱

2019年末公司资产总额增至113.07亿元，同比增长16.44%。从资产构成来看，2019年末流动资产占比68.23%，仍是公司资产的主要构成。

2019年末货币资金为10.37亿元，同比大幅增加55.15%，主要系公司筹资借款增加所致；期末0.45亿元使用权受限系承兑汇票保证金。2019年末应收账款账面价值11.69亿元，同比增长19.84%，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99.65%，该部分均未计提坏账准备，该笔款项回收时间存在不确定性。2019年末其他应收款账面价值6.68亿元，同比大幅减少41.32%，主要系资金往来款减少所致。期末资金往来款和代收代付款账面余额占比分别为95.63%和1.93%，前五大其他应收款欠款方余额占比80.87%，欠款方主要有资兴市财政局、资兴市城市发展投资有限公司等，均为政府部门和国有企事业单位，上述款项回收时间存在不确定性。2019年末存货账面价值47.73亿元，同比增加27.56%，主要系代建项目及土地整理成本结转所致；期末土地资产账面价值37.55亿元，其中出让性质综合用地、商服用地\城镇住宅用地账面价值36.48亿元，划拨性质工业、商服和混合住宅等用地账面价值1.06亿元，期末已抵押土地账面价值24.95亿元，占总资产比重为22.06%。

表 7 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	103,682.47	9.17%	66,827.20	6.88%
应收账款	116,938.68	10.34%	97,576.67	10.05%
其他应收款	66,831.20	5.91%	113,894.03	11.73%
存货	477,341.17	42.22%	374,215.40	38.54%
流动资产合计	771,491.28	68.23%	658,359.87	67.79%
固定资产	105,482.77	9.33%	107,760.43	11.10%
其他非流动资产	165,381.98	14.63%	165,381.98	17.03%
非流动资产合计	359,222.03	31.77%	312,744.13	32.21%
资产总计	1,130,713.31	100.00%	971,104.00	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末固定资产账面价值10.55亿元，同比小幅减少2.11%，主要系计提折旧所致；期末抵押受限固定资产账面价值4.91亿元。2019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14.63%，由于涉及国有企事业单位较多，截至2019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，公司资产规模稳定增长，公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为30.88%，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51.55%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计30.31亿元，占总资产比重为26.80%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司未来收入来源有较好可持续性，政府补助对利润水平贡献度较高

2019年，公司实现营业收入72,986.51万元，同比减少1.79%，主要系基础设施建设业务收入减少所致。公司基础设施业务与土地开发整理业务在建项目较多，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可持续性。综合毛利率方面，因自来水费及管道安装收入、其他业务毛利率提升影响，2019年公司综合毛利率小幅提升至17.57%。

2019年，公司合计获得政府补贴12,344.59万元，是当年利润总额的121.74%，政府补助对公司利润水平贡献度较高。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
----	--------	--------

营业收入	72,986.51	74,313.88
其他收益	11,873.00	11,000.00
营业利润	9,733.41	9,997.08
营业外收入	572.44	251.08
利润总额	10,140.47	10,195.42
综合毛利率	17.57%	17.35%

资料来源：公司 2018-2019 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，在建项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力

2019年公司主营业务收现情况不佳，当期收现比为0.74，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。2019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38,285.89万元，表现仍较差。

2019年公司投资活动现金主要为公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金投入等，当期投资活动现金表现为净流出4,391.45万元。公司筹资活动现金流入主要为新增较多银行借款等，现金流出主要为偿还债务本息。2019年公司筹资活动现金净流入79,532.60万元。截至2019年末，公司主要在建代建项目尚需投资174,881.01万元，公司仍存在一定的资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.74	0.75
销售商品、提供劳务收到的现金	53,676.54	55,588.07
收到的其他与经营活动有关的现金	20,697.36	23,259.18
经营活动现金流入小计	74,373.89	78,847.25
购买商品、接受劳务支付的现金	64,916.85	37,775.12
支付的其他与经营活动有关的现金	43,672.50	102,397.27
经营活动现金流出小计	112,659.78	142,566.96
经营活动产生的现金流量净额	-38,285.89	-63,719.71
投资活动产生的现金流量净额	-4,391.45	-7,694.59
筹资活动产生的现金流量净额	79,532.60	21,061.01
现金及现金等价物净增加额	36,855.26	-50,353.29

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

公司有息债务规模继续攀升，债务压力进一步加大

受新增长期借款较多影响，2019年末公司负债总额45.42亿元，同比增加19.08%。受政府资产注入影响，2019年末所有者权益增至67.65亿元，同比增长14.73%。受上述因素影响，2019年末公司产权比率升至67.13%，同比提升2.45个百分点，所有者权益对负债的偿付保障能力小幅下滑。从负债结构来看，2019年末非流动负债占比达到78.30%。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	454,184.08	381,425.90
所有者权益	676,529.23	589,678.10
产权比率	67.13%	64.68%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末其他应付款为3.16亿元，同比增加10.54%，期末资金往来款及代收代付款占比分别为71.78%、12.59%，主要系应付资兴市财政局、郴州市慈善总会等单位款项。2019年末一年内到期的非流动负债为5.46亿元，系一年内到期的长期借款与应付债券（PR资城01、17资城02）。

2019年末长期借款为22.61亿元，同比增加47.00%，主要系抵质押和保证借款。2019年末应付债券余额10.08亿元。2019年末长期应付款为2.87亿元，系应付湖南省扶贫开发投资有限公司、中国农发重点建设基金有限公司、远东国际租赁有限公司的融资租赁款或借款。

表 11 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
应付票据	4,500.00	0.99%	0.00	-
其他应付款	31,636.65	6.97%	28,621.04	7.50%
一年内到期的非流动负债	54,634.60	12.03%	23,034.60	6.04%
流动负债合计	98,579.87	21.70%	59,479.99	15.59%
长期借款	226,128.60	49.79%	153,826.20	40.33%
应付债券	100,802.11	22.19%	125,567.01	32.92%
长期应付款	28,673.50	6.31%	42,552.70	11.16%
非流动负债合计	355,604.21	78.30%	321,945.90	84.41%
负债合计	454,184.08	100.00%	381,425.90	100.00%
其中：有息债务	414,798.81	91.33%	345,980.50	90.71%

资料来源：公司 2018-2019 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、应付票据、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。2019年末有息债务总额达到41.48亿元，同比增长19.89%，占总负债的比重提升至91.33%，公司偿债压力加大。根据公司提供的有息债务本金偿还期限分布表，2020年公司需偿还有息债务本金5.92亿元。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	59,194.60	60,290.00	55,690.00	239,624.21

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，受新增较多债务影响，2019年末公司资产负债率增至40.17%。受一年内到期的长期借款和应付债券增长影响，2019年末公司现金短期债务比降至1.75，但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，公司短期偿债压力不大。2019年公司EBITDA为2.33亿元，与2018年变化不大，但其对利息的保障倍数降至1.06，主要系有息债务产生利息较多所致，EBITDA对有息债务本息的保障程度较弱；受有息债务规模增加影响，2019年有息债务/EBITDA提升至17.80，有息债务压力进一步加大。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	40.17%	39.28%
现金短期债务比	1.75	2.78
EBITDA（万元）	23,308.51	22,340.24
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.29
有息债务/EBITDA	17.80	15.49

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

瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升“PR资城01”的信用水平

“PR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“PR资城01”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“PR资城01”存续期及债券到期之日起二年。

瀚华担保原名瀚华担保股份有限公司，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。2018年公司经重庆市工商行政管理局批准更名为现名。公司经多次股权变更，截至2020年5月31日，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，无实际控制人，股权结构

如下表所示。

表 14 截至 2020 年 5 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

瀚华担保主要从事融资担保服务、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。瀚华担保2019年实现营业收入7.50亿元，同比有所增长，从结构上来看，主要由担保业务、利息收入以及手续费及佣金收入等构成，其中已赚担保费占比为69.82%，为最主要收入来源。2019年瀚华担保担保业务收入43,285.9万元，同比稍有下降，主要是由于担保业务新增规模有所下降。瀚华担保利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、委托贷款利息收入和应收款项类利息收入，由于委托贷款、应收款项类投资规模下降，2019年利息收入有所下滑。

表 15 瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
担保业务收入	43,285.91	57.70%	44,017.92	59.83%
减：提取未到期责任准备金	-9,091.17	12.12%	-6,167.66	8.38%
利息收入	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%
手续费及佣金收入	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%
投资收益	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收益	141.55	0.19%	2,042.32	2.78%
公允价值变动收益	1,802.99	2.40%	-1,450.87	-1.97%
其他业务收入	748.10	1.00%	210.26	0.29%
资产处置收益	-450.68	-0.60%	-222.19	-0.30%
营业收入	75,018.03	100.00%	73,573.96	100.00%

注：1、担保业务收入包括担保费收入、评审费收入、保后管理费收入、追偿收入。

2、已赚担保费=担保业务收入-提取未到期责任准备金

资料来源：瀚华担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年瀚华担保业务从传统银行渠道、单一客户零售模式逐渐向产品批发的供应链金融模式转变，有助于拓宽业务来源渠道。瀚华担保现金类资产较充裕，资产流动性较好，近年代偿金额及代偿率持续下降。但同时中证鹏元也关注到其担保业务新增规模有所下滑，传统融资担保面临一定代偿风险，委托贷款业务行业和客户集中度较高、应收款项类投资存在潜在风险的风险因素。

截至2019年末，瀚华担保资产总额为61.25亿元，所有者权益为40.72亿元；2019年度，瀚华担保实现营业总收入7.50亿元。

表16 瀚华担保主要财务及业务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
营业总收入	75,018.03	73,573.96	73,720.69
已赚担保费	52,377.07	50,185.58	52,743.05
利息收入	8,105.95	12,995.61	15,785.84
净资产收益率	6.12%	5.89%	5.50%
期末在保余额（亿元）	392.66	449.61	482.41
融资担保责任余额（亿元）	249.23	295.02	316.88
当期担保发生额（亿元）	202.46	219.02	272.25
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

注：1、2017年数据采用2018年度审计报告期初数（上年数）；

2、在保余额=融资担保业务在保余额+非融资担保业务在保余额-分担保业务在保余额。

资料来源：瀚华担保2018、2019年审计报告，中证鹏元整理

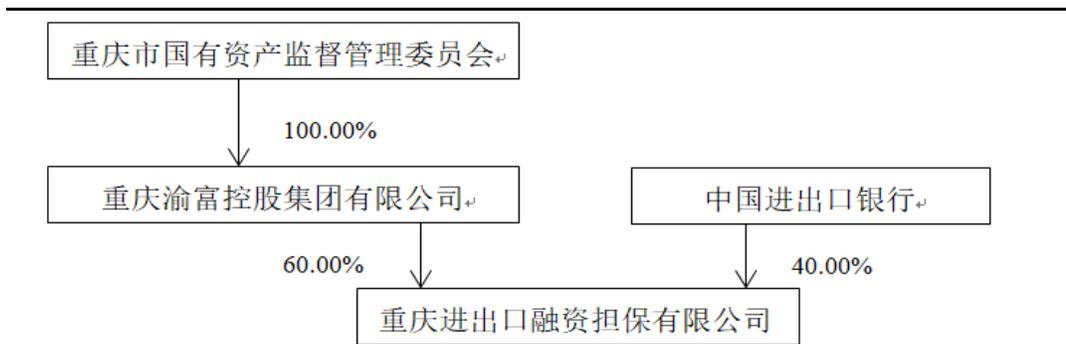
经中证鹏元综合评定瀚华担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR资城01”的信用水平。

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“17资城02”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“17资城02”存续期及债券到期之日起二年。

重庆进出口担保由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，原始注册资本10亿元；2018年9月4日，完成了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”）的工商登记；历经多次增资，截至2019年末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口担保股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图2所示。

图2 截至2019年末重庆进出口担保股权结构图



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。2017-2019年重庆进出口担保分别实现营业收入53,323.91万元、45,379.63万元和56,106.89万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口担保营业收入主要来源于担保费收入。

表 17 2017-2019 年重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	570.67	1.02%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	103.94	0.19%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.08%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%
其他收益	97.23	0.17%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
营业收入	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

截至2019年末，重庆进出口担保资产总额为617,204.16万元，所有者权益合计为367,240.15万元；2019年度，重庆进出口担保实现营业总收入56,106.89万元，利润总额20,605.37万元。

表 18 2017-2019 年重庆进出口担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	258,499.72	62,247.52	120,799.91
营业总收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91

已赚担保费	34,703.19	27,181.82	33,714.78
利息收入	12,168.50	8,604.58	7,065.40
投资收益	8,421.00	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	4.83%	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得。
 资料来源：重庆进出口担保2017-2019年审计报告，重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月15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12月31日，公司对外担保金额合计93,816.85万元，占净资产比重为13.87%，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 2019 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	20,316.85	2035/11/03	无
资兴市成诚投资有限公司	52,000.00	2034/12/24	无
资兴兴泰建设有限责任公司	21,500.00	2027/01/31	无
合计	93,816.85	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年资兴市地区生产总值为319.41亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%，地区经济实力继续增强，为公司发展提供良好基础。截至2019年末，公司主要在建代建项目较多，计划总投资共394,565.00万元，累计已投资226,912.11万元，旅游、自来水业务收入持续性较好，公司未来收入来源有较好保障。2019年资兴市投融资中心和资兴市财政局分别向公司注入保障性住房及资本金合计增加公司资本公积76,672.71万元，公司当期获得政府补贴12,344.59万元，公司持续得到外部较大力度支持。瀚华担保和重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升PR资城01和17资城02信用水平。

但中证鹏元也关注到，截至2019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。2019年公司主营业务收现情况不佳，当期收现比为0.74，经营活动现金净流出38,285.89万元，表现较差。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资174,881.01万元，公司仍面临一定的资金压力。截至2019年末，公司有息债务总额达到41.48亿元，同比增长19.89%，占总负债的比重提升至91.33%，有息债务压力进一步加大。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，PR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	2019年	2018年	2017年
货币资金	103,682.47	66,827.20	117,180.49
应收账款	116,938.68	97,576.67	76,748.05
存货	477,341.17	374,215.40	389,573.94
流动资产合计	771,491.28	658,359.87	605,100.62
其他非流动资产	165,381.98	165,381.98	165,381.98
非流动资产合计	359,222.03	312,744.13	256,326.93
资产总计	1,130,713.31	971,104.00	861,427.55
短期借款	60.00	1,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	54,634.60	23,034.60	7,600.00
流动负债合计	98,579.87	59,479.99	165,286.31
长期借款	226,128.60	153,826.20	138,400.00
应付债券	100,802.11	125,567.01	124,367.00
长期应付款	28,673.50	42,552.70	22,365.00
非流动负债合计	355,604.21	321,945.90	285,132.00
总负债	454,184.08	381,425.90	450,418.31
有息债务	414,798.81	345,980.50	292,732.00
所有者权益	676,529.23	589,678.10	411,009.24
营业收入	72,986.51	74,313.88	68,762.71
其他收益	11,873.00	11,000.00	0.00
营业利润	9,733.41	9,997.08	153.07
利润总额	10,140.47	10,195.42	10,182.54
经营活动产生的现金流量净额	-38,285.89	-63,719.71	80,646.75
投资活动产生的现金流量净额	-4,391.45	-7,694.59	-50,471.85
筹资活动产生的现金流量净额	79,532.60	21,061.01	38,789.89
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.57%	17.35%	16.67%
收现比	0.74	0.75	0.93
产权比率	67.13%	64.68%	109.59%
资产负债率	40.17%	39.28%	52.29%
现金短期债务比	1.75	2.78	15.42
EBITDA（万元）	23,308.51	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.29	1.38
有息债务/EBITDA	17.80	15.49	14.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
湖南东江湖大数据产业园管理有限公司	5,000.00	100.00%	大数据工程建设与运营

资料来源：公司 2019 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+应付票据+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。