



# 2019年赤水市城市建设投资经营有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：



# 2019年赤水市城市建设投资经营有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-24	2020-06-23

## 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”）对赤水市城市建设投资经营有限公司（以下简称“赤水城投”或“公司”）及其 2019 年 1 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 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城市基础设施建设业务收入保持增长且持续性仍然较好，继续得到当地政府的一定支持，并且遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵投集团”）和赤水市国有资产投资发展有限公司（以下简称“赤水国投”）提供的保证担保提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和短期偿债压力较大等风险因素。

## 债券概况

**债券简称：**19 赤水城投债/19 赤城投

**债券剩余规模：**10 亿元

**债券到期日期：**2026-01-18

**偿还方式：**按年付息，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**遵义市投资（集团）有限责任公司、赤水市国有资产投资发展有限公司

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，主要从事区域内基础设施建设业务，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	100.74	97.17	80.45
所有者权益	64.10	63.30	62.47
总债务	27.93	29.17	16.57
资产负债率	36.37%	34.86%	22.35%
现金短期债务比	0.18	1.13	0.93
营业收入	4.19	4.53	4.28
其他收益	0.65	0.82	0.81
利润总额	0.85	0.82	0.78
销售毛利率	6.39%	6.36%	6.36%
EBITDA	0.85	0.83	0.78
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.43	0.82
经营活动现金流净额	2.17	-13.50	-3.22
收现比	0.39	0.61	0.80

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

**项目组成员：**刘洁筠  
liujy@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- **公司城市基础设施建设业务持续性较好。**公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，截至2020年末公司主要代建项目总投资55.59亿元，尚需投资18.19亿元。
- **公司仍获得一定力度外部支持。**2020年公司共获得财政补贴0.65亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，遵投集团主体长期信用等级为AA+，赤水国投主体长期信用等级为AA-，遵投集团和赤水国投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，一定程度上能够提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**2020年末公司存货账面价值为78.16亿元，占总资产的比重为77.59%，主要为土地资产和开发建设成本，土地资产集中变现难度大，基础设施建设业务回款缓慢。
- **公司回款情况较差，面临较大的资金压力。**2020年公司收现比仅为0.39，2020年末公司主要在建项目尚需投入资金18.19亿元。
- **公司有息债务规模大幅增长，短期偿债压力大。**2020年末公司总债务达27.93亿元，同期EBITDA利息保障倍数仅有0.48，且“19赤水01”和“19赤水02”两期债券共3.35亿元，分别于2021年6月及7月面临回售，而公司现金短期债务比仅为0.18。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2019V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

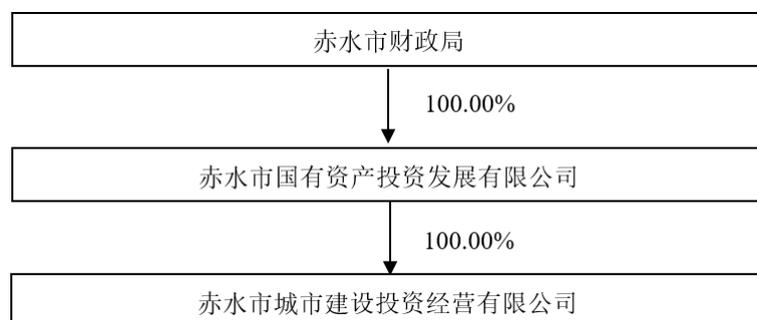
## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月18日发行本期债券，募集资金计划4亿元用于赤水市严家河生态旅游开发项目，6亿元用于赤水市天台山旅游综合体建设项目。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.73万元。

## 三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本为61,100万元，实收资本仍为16,100万元，赤水国投仍为公司唯一股东，赤水市财政局为公司实际控制人，公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年底公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市棚户区改造建设，保障性安居工程建设投资、城乡基础设施建设开发投资、土地开发整理等。2021年4月，公司董事长、总理由任其鑫变更为郭川，公司监事会成员由蔡娜、徐翔、潘炎冬变更为李梅、李永先、蒋朝良、蔡娜、袁勤远。截至2020年12月31日，公司仍无纳入合并报表范围子公司。

## 四、运营环境

### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构

性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加

快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 行业及区域经济环境

### 赤水市旅游资源丰富，经济发展继续保持较高增速，但整体规模仍偏小

赤水市为贵州省直辖县级市，由贵州省人民政府委托遵义市代管，地处遵义市西北部，赤水河中下游，是黔北连接川、渝的重要门户。赤水市行政区域面积 1,852 平方公里，辖 9 镇 5 乡 3 个街道办事处，100 个行政村，22 个社区，截至 2020 年末，常驻人口 24.73 万人。

赤水市高速公路贯穿黔川渝，距遵义 225 公里、贵阳 377 公里、重庆 172 公里、成都 293 公里、泸州 40 公里；遵义-赤水-泸州-成都的高速铁路正在施工建设之中。赤水市旅游资源丰富，是中国丹霞世界自然遗产地，也是红色革命圣地，曾先后被命名为“中国优秀旅游城市”、“国家生态建设示范区”等，2020 年实现旅游总收入 140.27 亿元，旅游总人次 1,925.7 万人次。

2020 年赤水市实现地区生产总值 106.17 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.6%，增速较快，但经济规模偏小。其中，第一产业实现增加值 21.59 亿元，同比增长 6.1%，第二产业实现增加值 36.81 亿元，同比增加 1.8%，第三产业实现增加值 47.77 亿元，同比增加 6.4%。三次产业结构由 2019 年的 19.5:36.9:43.6 调整为 20.3:34.7:45.0。2020 年赤水市人均生产总值为 42,934 元，为全国人均生产总值的 59.26%。

从拉动地区经济增长的要素来看，2020 年全市 500 万以上固定资产投资总额同比下降 9.6%，其中房地产开发投资下降 6.3%；2020 年赤水市实现社会消费品零售总额 32.45 亿元，同比增长 5.9%。

表1 赤水主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	106.17	4.6%	100.55	11.5%
第一产业增加值	21.59	6.1%	19.65	5.6%
第二产业增加值	36.81	1.8%	37.05	16.3%
第三产业增加值	47.77	6.4%	43.85	10.2%
固定资产投资	-	9.6%	-	5.1%
社会消费品零售总额	32.45	5.9%	30.57	4.9%

存款余额	159.47	2.6%	155.50	3.0%
贷款余额	174.60	8.7%	160.66	15.1%
人均 GDP (元)		42,934		40,758
人均 GDP/全国人均 GDP		59.26%		57.49%

资料来源：赤水市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年赤水市实现一般公共预算收入4.67亿元，同比下降24.83%。2020年赤水市实现政府性基金收入5.43亿元，同比增长2.4%。

## 五、经营与竞争

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及棚户区改造、保障性安居工程建设、城乡基础设施建设开发及土地开发整理等。公司营业收入全部来自城市基础设施建设收入，2020年为4.19亿元，较上年略有下滑，毛利率仍为6.36%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城市基础设施建设	41,923.92	6.36%	42,751.03	6.36%

资料来源：公司提供

**公司城市基础设施建设收入有所下滑，目前在建项目较多，存在较大的资金支出压力**

公司城市基础设施建设业务的一般模式为公司与项目委托方签订项目委托代建框架协议，委托方包括当地政府单位及其他国有企业。公司自筹项目建设资金并承担项目建设工作，项目委托方将按项目投资额的10%支付代建费用。项目委托方根据公司已完成的工程投资额与代建费用确认代建结算金额，并与公司签订代建结算确认协议，具体结算确认协议签署时间、款项支付期限和方式届时由双方商定，公司根据结算确认协议确认城市基础设施建设收入，2020年公司城市基础设施建设业务收入4.19亿元。

**表3 2020年公司城市基础设施建设收入明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入
新区医院建设项目	15,673.15
2016年农村环境整治项目	12,700.23
赤水市尚家湾棚户区改造建设项目	7,439.05
赤水市严家望城片区土地整治项目	1,498.34
大同道路项目	957.36
通村公路建设一期项目	928.92
长活路改扩建项目	892.80
教育园区二期	867.99
星河世纪城	845.83
复兴村农民集中住房建设项目	103.40
万鲢路安置小区（一期）	9.24
赤水市四平山棚户区改造项目	7.48
锦绣路安置小区（一期）	0.13

合计	41,923.92
----	-----------

资料来源：公司提供

由于疫情影响以及建设资金安排情况限制，公司在建项目投资进度较缓慢，且部分项目已经超支，截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资55.59亿元，已投资38.99亿元，剔除美丽乡村工程项目、赤水市严家河生态旅游开发建设项目建设项目外，公司主要建设项目尚需投资18.19亿元，面临较大的资金支出压力。

**表4 截至2020年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	项目已投资	是否代建
赤水市天台山旅游综合体建设项目	105,023.10	99,587.13	是
赤水市严家河生态旅游开发建设项目建设项目	75,331.73	85,954.09	是
2018年棚户区改造项目	75,119.90	59,776.55	是
2017年棚户区改造项目	66,036.26	16,878.65	是
赤水康养中心	55,000.00	5,449.93	是
新区医院建设项目	37,500.00	34,257.46	是
长活路改扩建项目	33,590.00	11,730.39	是
2016年农村环境整治项目	25,000.00	20,334.70	是
通村公路建设一期项目	25,000.00	21,603.52	是
美丽乡村工程项目	21,300.00	26,522.90	是
赤水市尚家湾棚户区改造建设项目建设项目	21,041.14	6,965.66	是
星河世纪城	16,000.00	812.36	是
<b>合计</b>	<b>555,942.13</b>	<b>389,873.34</b>	-

注：2019年公司本期债券募投项目赤水市严家河生态旅游开发建设项目建设项目和赤水市天台山旅游综合体建设项目转为代建模式。

资料来源：公司提供

#### 公司具有土地一级开发职能，但未来该业务发展不确定性较大

根据赤水市人民政府文件《市人民政府关于明确赤水市城市建设投资经营有限公司土地一级开发职能的通知》（赤府函【2012】17号）有关规定，赤水市人民政府决定由公司实施土地一级开发职能。公司在实施土地一级开发完成后，以划拨方式供地的，由赤水市财政局向公司返还土地一级开发成本；以招标、拍卖、挂牌出让方式完成供地后，土地出让收益按照国家、贵州省以及赤水市的相关规定，计提国有土地收益基金、农业土地开发资金以及其他需要计提的资（基）金后，剩余土地出让收益全部拨付给公司作为公司经营收入。近三年公司均未实现土地整理收入，未来该业务发展受当地政府土地出让计划及房地产市场影响而存在较大不确定性。

#### 公司继续获得一定力度的外部支持

根据赤财办【2020】80号文件，2020年公司获得财政补贴6,517.20万元，有效提升了公司的利润水平。

## 六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化。

## 资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但以土地资产、基础设施建设项目成本和预付款项为主，整体资产流动性较弱

公司资产规模继续增长，2020年末为100.74亿元。从资产结构看，公司流动资产占比很大，2020年末为99.51%。

2020年公司债务集中到期，期末公司货币资金锐减至0.18亿元，无使用受限情况。2020年末公司应收账款5.56亿元，主要为应收赤水市人民政府的城市基础设施建设费用。2020年末，公司预付款项为11.56亿元，主要为预付工程款，随着工程建设投入，规模大幅回落，前五大预付对象分别为赤水市建筑安装工程有限责任公司、赤水市建筑建材经营有限公司、赤水市便捷劳务有限公司、赤水市城建工程有限责任公司和贵州赤水黔北医药有限公司，合计占同期预付账款余额98.48%，集中度较高，从账龄来看，公司预付账款账龄多为1-2年。

公司其他应收款主要系公司与当地政府单位及国企往来款，因新增对赤水市政府的往来款，2020年公司其他应收款增至4.78亿元。随着施工投入，2020年末公司存货账面价值增长至78.16亿元，其中基础设施建设成本为21.96亿元，土地资产中共包括14宗土地，全部为出让用地，土地用途为商住用地，账面价值56.08亿元，其中1宗因抵押借款而使用受限，账面价值为3.35亿元。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.18	0.17%	1.17	1.21%
应收账款	5.56	5.52%	2.90	2.98%
预付款项	11.56	11.47%	20.49	21.09%
其他应收款	4.78	4.75%	1.64	1.69%
存货	78.16	77.59%	70.51	72.56%
<b>流动资产合计</b>	<b>100.24</b>	<b>99.51%</b>	<b>96.70</b>	<b>99.52%</b>
<b>资产总计</b>	<b>100.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>97.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产以预付款项、往来款、项目成本和土地为主，且部分土地资产已用于抵押，资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入及毛利率均较为稳定，但业务单一，利润对政府补贴依赖较大

公司主要从事赤水市区域内的基础设施建设业务，2020年公司实现营业收入4.19亿元，较上年略有回落。公司营业收入全部来源于城市基础设施建设业务，业务单一。截至2020年底，公司在建的代建项目仍较为充足，总投资55.59亿元，已投资38.99亿元，业务持续性较好。毛利率方面，2020年公司综合毛利率为6.39%，较为稳定。2020年公司取得政府补助0.85亿元，占利润总额76.57%，利润对政府补贴收入依赖仍较大。

**表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2020年	2019年
营业收入	4.19	4.53
收现比	0.39	0.61
营业利润	0.86	0.83
其他收益	0.65	0.82
利润总额	0.85	0.82
销售毛利率	6.39%	6.36%

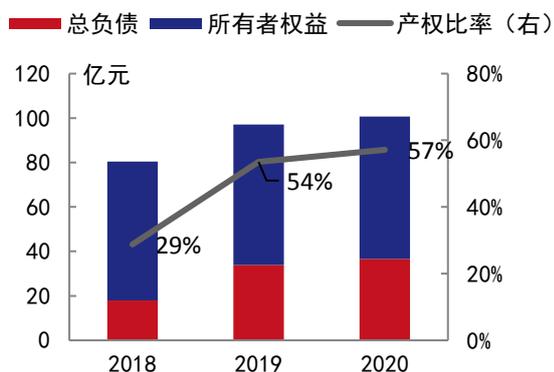
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

#### 公司负债规模持续增长，现金对短期债务保障能力下滑，刚性债务压力加大

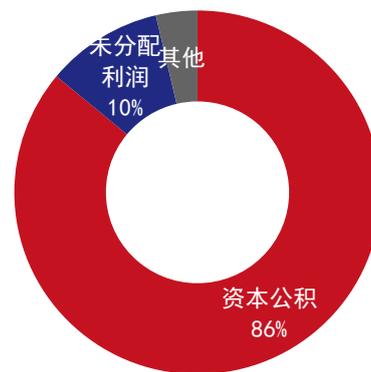
2020年公司往来规模增大，带动负债规模增长，2020年末负债总额为36.63亿元。随着利润的累积，公司所有者权益小幅增长，2020年末为64.10亿元。综合使得2020年末公司产权比率上升至57.15%，仍处于较低水平。

**图 2 公司资本结构**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3 2020 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债主要以非流动负债为主，截至2020年底，非流动负债为26.95亿元，占总负债的73.56%。流动负债方面，在往来规模增大的带动下，2020年末公司其他应付款增长至7.34亿元，其中应付债券及定向融资产品利息0.94亿元，其他应付款6.40亿元，主要为公司与当地其他国有企业及

政府单位的往来款。2020年末公司一年内到期的非流动负债0.80亿元，为一年内到期的长期借款。

**表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

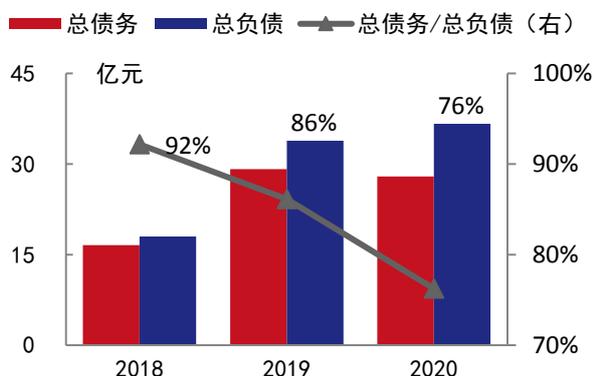
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	7.34	20.04%	3.86	11.39%
一年内到期的非流动负债	0.80	2.19%	1.04	3.06%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.69</b>	<b>26.44%</b>	<b>5.73</b>	<b>16.93%</b>
长期借款	11.01	30.06%	11.56	34.14%
应付债券	13.24	36.13%	15.67	46.26%
其他非流动负债	2.70	7.36%	0.91	2.68%
<b>非流动负债合计</b>	<b>26.95</b>	<b>73.56%</b>	<b>28.14</b>	<b>83.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>36.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>33.87</b>	<b>100.00%</b>
其中：总债务	27.93	76.24%	29.17	86.13%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

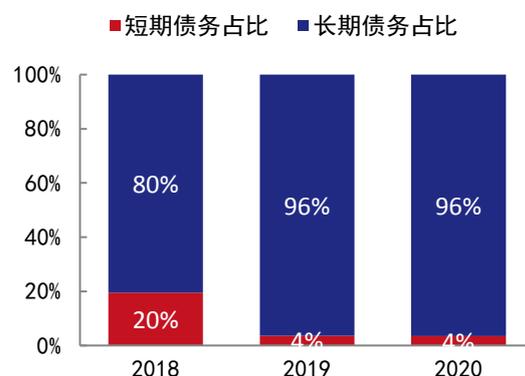
非流动负债方面，2020年末公司长期借款11.01亿元，主要为抵质押借款，合作金融机构主要为国家开发银行、中国农业发展银行和贵州银行。2020年公司“19赤水01”和“19赤水02”分别回售2.05亿元和0.41亿元，公司应付债券规模有所减小，上述债券下一行权日分别为2021年6月24日和2021年7月4日，当前余额合计3.30亿元，面临投资者回售选择，为公司带来较大债务偿还压力。公司其他非流动负债为债权融资计划，2020年末为2.70亿元。

截至2020年底，公司总债务余额为27.93亿元，较上年有所缩减，占负债总额的76.24%，其中短期债务为0.98亿元，债务期限结构以长期债务为主，但考虑到“19赤水01”和“19赤水02”两期债券共3.35亿元，2021年面临回售，公司短期偿债压力仍较大。

**图4 公司债务占负债比重**



**图5 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率上升至36.37%。因债务偿付，公司现金类资产规模锐减，尽管公司短期债务有所减少，现金短期债务仍下滑至0.18，现金类资产对短期债务保障程度较差，

且“19赤水01”和“19赤水02”投资者选择回售，将进一步增加公司短期偿债压力。2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.48，仍表现较弱，公司面临较大的债务偿还压力。

**表8 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	36.37%	34.86%
现金短期债务比	0.18	1.13
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.43

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2018年1月1日至报告查询日（2021年3月2日），公司本部存在2笔关注类贷款，债权单位为国家开发银行贵州省分行，贷款余额为1.74亿元。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计0.61亿元，占所有者权益的比重为0.94%，除对股东赤水国投担保0.51亿元，其余被担保单位为民企，且公司对外担保均未设置反担保措施，但考虑到规模较小，或有负债风险相对可控。

**表9 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
赤水市国有资产投资发展有限公司	5,000.00	2028-7-19	否
遵义市天盾智能安防科技有限公司	100.00	2028-7-19	否
遵义市天盾智能安防科技有限公司	450.00	2021-10-29	否
贵州清顺医卫有限公司	500.00	2021-5-27	否
<b>合计</b>	<b>6,050.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、本期债券偿还保障分析

遵投集团和赤水国投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由遵投集团和赤水国投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的全部费用及其他应支付的费用，承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期日起两年。

截至2020年末，遵投集团注册资本为20.00亿元，实收资本为20.00亿元，遵投集团唯一股东及实际

控制人为遵义市国有资产监督管理委员会。遵投集团主要负责遵义市内土地开发整理、保障性住房建设和棚户区改造、城市市政和公共服务设施投融资建设和运营管理以及供排水业务。截至2019年末，遵投集团资产总额为653.80亿元，所有者权益合计为255.44亿元，资产负债率为57.63%；2019年度，遵投集团实现营业收入24.92亿元，利润总额3.20元，经营活动现金净流出33.43亿元。

**表10 遵投集团主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	6,537,956.67	5,931,569.87	4,209,872.45
所有者权益	2,770,317.81	2,554,370.07	2,455,806.40
有息债务	2,335,035.38	2,115,690.39	1,415,991.37
资产负债率	57.63%	56.94%	41.67%
现金短期债务比	0.72	1.03	1.17
营业收入	249,164.83	189,813.68	180,591.07
其他收益	5,670.69	4,808.54	7,628.28
营业外收入	29,025.25	29,966.99	1,375.57
利润总额	32,006.87	30,742.39	20,496.13
综合毛利率	17.40%	17.25%	34.10%
EBITDA	107,383.47	105,103.01	73,037.60
EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.75	0.95
经营活动现金流净额	-334,272.06	-210,094.01	-338,978.69
收现比	1.04	1.21	1.06

资料来源：遵投集团 2015-2017 年三年连审、2018 年、2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

赤水国投是由赤水市人民政府于2007年9月组建的国有独资企业，初始注册资本13,200.00万元，根据遵投集团和遵义市人民政府分别于2017年1月和2016年12月出具的《遵义市投资（集团）有限责任公司董事会决议》和《市人民政府关于政府资产整合有关事项的通知》，赤水市财政局将赤水国投的100%股权划转至遵投集团。2018年5月，遵投集团将持有赤水国投的100%股权划转至赤水市财政局，赤水国投控股股东又变更为赤水市财政局。截至2019年末，赤水国投注册资本和实收资本均为13,200.00万元，控股股东和实际控制人均为赤水市财政局。

赤水国投主要负责赤水市的城市基础设施投融资和建设，业务涉及城市棚户区改造建设，市政工程建设、土地开发整理等。目前赤水国投营业收入包括工程建设收入、土地整理收入、粮油销售收入、船务运营收入以及部分办公楼的出租收入。其中，工程建设收入是赤水国投收入的主要来源。

**表11 赤水国投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	124,729.45	12.92%	139,990.94	13.52%	107,312.82	16.67%
土地整理	0.00	-	2,406.29	16.67%	2,541.74	16.67%
粮油销售	107.78	-0.76%	610.10	-36.44%	813.69	14.49%
船务运营	984.25	13.84%	941.09	-8.32%	844.28	14.75%

其他业务收入	500.31	6.19%	223.81	15.84%	295.26	36.21%
<b>合计</b>	<b>126,321.79</b>	<b>12.89%</b>	<b>144,172.24</b>	<b>13.22%</b>	<b>111,807.81</b>	<b>16.69%</b>

资料来源：赤水国投 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，赤水国投资产总额为209.29亿元，所有者权益合计132.88亿元，资产负债率为36.51%；2019年度，赤水国投实现营业收入12.63亿元，利润总额2.17亿元，经营活动现金净流出10.98亿元。

**表12 赤水国投主要财务数据（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,092,908.40	1,888,969.48	1,882,242.12
所有者权益合计	1,328,780.89	1,308,266.65	1,300,642.35
有息债务	387,408.01	295,303.05	336,992.53
资产负债率	36.51%	30.74%	30.90%
现金短期债务比	1.57	1.90	2.49
营业收入	126,321.79	144,172.24	111,807.81
其他收益	10,180.28	0.00	0.00
营业利润	13,571.25	13,599.39	16,129.65
营业外收入	8,247.31	8,455.37	244.25
利润总额	21,714.53	22,032.62	16,232.57
综合毛利率	12.89%	13.22%	16.69%
EBITDA	24,217.84	24,946.91	16,970.73
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.17	2.70
经营活动现金流净额	-109,810.25	-5,021.05	21,723.62
收现比	99.45%	101.31%	88.17%

资料来源：赤水国投 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，遵投集团主体长期信用等级为AA+，赤水国投主体长期信用等级为AA-。遵投集团和赤水国投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	0.18	1.17	3.03
预付款项	11.56	20.49	4.66
存货	78.16	70.51	68.67
流动资产合计	100.24	96.70	80.03
非流动资产合计	0.50	0.46	0.42
资产总计	100.74	97.17	80.45
短期借款	0.18	0.00	0.00
其他应付款	7.34	3.86	0.55
一年内到期的非流动负债	6.40	2.83	0.52
流动负债合计	0.80	1.04	3.24
长期借款	9.69	5.73	4.65
应付债券	11.01	11.56	13.33
长期应付款	13.24	15.67	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00
负债合计	26.95	28.14	13.33
总债务	36.63	33.87	17.98
所有者权益	27.93	29.17	16.57
营业收入	64.10	63.30	62.47
营业利润	4.19	4.53	4.28
其他收益	0.86	0.83	0.78
利润总额	0.65	0.82	0.81
经营活动产生的现金流量净额	0.85	0.82	0.78
投资活动产生的现金流量净额	2.17	-13.50	-3.22
筹资活动产生的现金流量净额	0.02	0.02	-0.28
<b>财务指标</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	6.39%	6.36%	6.36%
收现比	0.39	0.61	0.80
资产负债率	36.37%	34.86%	22.35%
现金短期债务比	0.18	1.13	0.93
EBITDA（亿元）	0.85	0.83	0.78
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.43	0.82

资料来源：公司 2018-2020 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
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的长期有息债务}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 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。