

# 2015年江油鸿飞投资（集团）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：





# 2015年江油鸿飞投资（集团）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	2021-06-25	2020-07-27

## 评级观点

- 中证鹏元对江油鸿飞投资（集团）有限公司（以下简称“鸿飞投资”或“公司”）及其2015年9月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体信用等级维持为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，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，继续得到外部较大力度支持，且国有土地使用权抵押担保的增信方式仍能有效地提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金支出压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险及未进行抵押物跟踪评估风险。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，具有区域专营优势，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。

## 债券概况

债券简称：15江油债/PR江油债

债券剩余规模：4.40亿元

债券到期日期：2022-09-02

偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第三年末起每年偿还20%的本金

增信方式：国有土地使用权抵押担保

## 公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,404,369.67	2,151,363.45	1,801,155.04
所有者权益	898,545.96	773,685.65	803,261.03
总债务	1,195,951.58	1,110,001.89	848,357.96
资产负债率	62.63%	64.04%	55.40%
现金短期债务比	0.13	0.24	0.22
营业收入	144,176.03	126,490.16	76,553.38
其他收益	42,117.38	35,524.55	35,032.56
利润总额	9,501.17	9,822.26	11,268.83
销售毛利率	11.95%	12.66%	13.27%
EBITDA	44,166.22	40,218.76	42,542.94
EBITDA利息保障倍数	1.46	0.81	1.27
经营活动现金流净额	26,697.34	21,015.67	29,110.00
收现比	0.81	0.79	1.05

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：杨培峰  
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**江油市作为我国西部重要的特殊钢生产基地和四川工业重镇，2020 年工业经济稳步发展，固定资产投资大幅回升，推动地方经济保持稳定增长。
- **公司主要业务区域专营性较强，业务持续性较好。**公司是江油市重要的基础设施建设和公共事业运营主体，代建业务规模较大，可持续性较好，此外供气、供水、安装工程等业务在区域内具有专营性，业务多元化程度较高。
- **公司继续获得外部的较大支持。**2020 年公司获得江油市国有资产监督管理委员会增资及污水管网资产注入，资本实力大幅增强。此外，当期公司获得了较多的政府补贴，有效提升了总体利润水平。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券安全性。**公司以评估价值 23.31 亿元（评估基准日：2015 年 2 月 28 日）国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券未偿还本金的 5.30 倍，有效地提升了本期债券的安全性。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以待开发土地、应收款项及房屋建筑物为主，主要资产变现能力较差，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建及拟建项目投资规模较大，随着后续项目的持续推动，还需投入大量建设资金，考虑到主营业务回款相对滞后，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020 年末公司负债水平较高，整体债务规模较大；当期现金短期债务比仍处于较低水平，短期内尚需偿还债务规模较大，面临较大的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额规模较大，占当期末所有者权益的比重较高，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **公司未按约定对本期债券抵押物进行跟踪价值评估。**在本期债券存续期间，根据协议公司应当每年聘请评估机构对为本期债券提供抵押担保的土地使用权进行跟踪价值评估，并出具年度评估报告。2015 年以来，公司未按约定对本期债券抵押物价值进行重新评估。

## 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	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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2015年9月发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划用于江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）、江油市危旧房棚户区改造建设项目（二期）。截至2021年4月15日，本期债券募集资金专项账户余额为11.41万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化，江油市国有资产监督管理委员会（以下简称“江油市国资办”）持有公司100%的股权，控股股东和实际控制人仍为江油市国资办。2020年3月，江油市国资办向公司增资3.83亿元，截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元。

2020年公司合并范围新增1家子公司，期末合并范围子公司有20家（明细见附录四）。

表1 跟踪期内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	合并方式
江油市仙鹤殡仪开发有限公司	100.00%	300.00	殡葬服务	划入

资料来源：公司2020年审计报告

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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%，自二季度实现转负为正以来，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，全年进出口总额创历史新高，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。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。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，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。

**2018 年下半年至 2019 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，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，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**

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018 年 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，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。10 月，国办发[2018]101 号文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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，

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。

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，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。

## 区域经济环境

**2020年江油市固定资产投资大幅回升，推动地方经济保持稳定增长，但社会总消费有小幅下降，需关注疫情后内需释放情况**

江油市是四川省辖县级市，由绵阳市代管。2020年江油市实现地区生产总值（GDP）477.74亿元，按可比价格计算，比上年增长4.1%。全年人均地区生产总值60,704元，为同期全国人均生产总值的83.79%，经济发展水平一般。2020年江油市第一产业增加值61.11亿元，同比增长5.4%；第二产业增加值198.20亿元，同比增长3.3%；第三产业增加值218.43亿元，同比增长4.8%。三次产业结构由2019年的11.0：42.8：46.2调整为12.8：41.5：45.7。

2020年江油市全年全部工业增加值159.17亿元，比上年增长3.0%，实现规模工业总产值531.96亿元，比上年增长1.5%，工业增长稳定。全年新增规模以上企业9户，达到222户。分产业看，新材料产业总产值增长2.7%，装备制造产业总产值增长9.3%。

2020年全社会固定资产投资同比增长22.0%，增速较上年大幅回升，系驱动地方经济增长的主要动力。分产业看，第一产业投资增长104.9%；第二产业投资增长30.0%，第三产业投资增长13.3%。其中工业投资增长30.0%，技改投资增长13.2%，民间投资增长19.3%。房地产市场方面，2020年完成房地产开发投资增长19.7%，其中商品房施工面积517.83万平方米，商品房竣工面积31.13万平方米；完成建筑

业总产值69.73亿元，同比增长10.7%，地产及建筑业发展总体向好。全年社会消费品零售总额191.67亿元，同比下降1.8%，对地方经济增长形成拖累；存贷款余额实现双增长，分别同比增长16.3%、14.1%，对地区经济活跃有一定推动作用。

**表2 江油市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）	477.74	4.1%	456.29	8.0%
第一产业增加值	61.11	5.4%	50.36	3.0%
第二产业增加值	198.20	3.3%	195.22	7.8%
第三产业增加值	218.43	4.8%	210.71	9.4%
工业增加值	159.17	3.0%	154.48	11.3%
固定资产投资	--	22.0%	--	-14.2%
社会消费品零售总额	191.67	-1.8%	180.28	11.4%
存款余额	681.78	16.3%	586.27	12.3%
贷款余额	347.06	14.1%	304.07	15.4%
人均 GDP（元）		60,704		59,978
人均 GDP/全国人均 GDP		83.79%		84.60%

注：“--”表示数据未公布；全社会固定资产投资增长率为同口径数。

资料来源：2019-2020年江油市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年江油市实现公共财政收入23.00亿元，同比增长1.2%，其中税收收入11.43亿元，同比增长15.8%，占公共财政收入比重为49.7%，较去年上升6.3个百分点；同期江油市公共财政支出为44.93亿元，同比下降23.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为51.19%，较去年上升12.37个百分点。2020年江油市获得中央、省转移支付补助收入24.41亿元，同比增长5.99%；实现政府性基金收入84.15亿元，同比增长109.9%，较上年有大幅提升。

## 五、经营与竞争

公司系江油市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事江油市基础设施和保障房建设，以及供气、供水、安装工程等公用事业运营。公司营业收入主要来源于销售业务、工程业务、医院服务及天然气、自来水、安装工程等公用事业运营业务。2020年公司新增贸易产品电解铜，带动销售业务收入大幅增长；公司按照完工进度结算代建项目，天然气、自来水、安装工程等公用事业运营业务在区域具有专营优势，收入规模较为稳定；医院服务收入保持持续增长，是公司营业收入的重要来源；此外，公司还有公交运营、污水处理、租赁、劳务服务及机动车检测等业务，种类较多，受疫情影响收入有所下降。受上述因素影响，2020年公司营业收入保持稳定增长，其中销售业务增幅显著。受各业务毛利率波动影响，2020年公司销售毛利率略有下降。



**表3 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
销售	42,301.04	2.90%	24,068.04	3.36%
医院服务	32,614.71	16.20%	29,963.45	14.05%
工程项目	29,342.04	11.66%	29,043.16	11.03%
天然气	17,428.09	12.31%	20,469.26	12.85%
安装工程	9,387.21	43.39%	8,759.98	38.32%
自来水	4,197.43	8.59%	4,500.01	13.80%
公交营运	1,595.94	-85.43%	2,889.62	-6.36%
其他	7,309.57	28.43%	6,796.64	20.22%
<b>合计</b>	<b>144,176.03</b>	<b>11.95%</b>	<b>126,490.16</b>	<b>12.66%</b>

资料来源：公司提供

公司代建业务模式未发生变动，收入保持稳定，目前代建、拟建项目规模较大，业务持续性较好，但尚需投资额较大，面临较大的资金支出压力

公司负责江油市部分道路、保障房及其他基础设施建设。跟踪期内，代建业务模式未发生变动，具体如下：公司就具体项目与相关政府单位签订政府购买服务协议，根据相关协议书的约定，公司作为承建单位负责项目融资及建设管理，项目建成后移交业主，委托方依据工程造价及工程监理报告和公司间接投入资金情况加成一定比例支付工程款项。2015年公司与政府签订了江油市危旧房棚户区改造项目一期和二期（“15江油债”募投项目）建设BT协议，协议约定政府回购资金总额为26.55亿元，项目按完工进度结算。2020年公司按照完工进度结算江油危旧房棚户区改造项目（一期）和江彰大道北段道路建设工程项目，工程收入保持稳定。

截至2020年末，公司在建及拟建项目预计总投资为65.99亿元，投资规模较大，业务具有较好的可持续性，但随着后续在建及拟建项目的持续推动，还需大量资金投入，公司面临较大的资金支出压力。

**表4 截至2020年12月31日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目类别	项目名称	计划总投资	已投资	计划完工时间	政府回购/自营
在建项目	江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）*	140,622.00	108,018.30	2020年	政府回购
	江油市危旧房棚户区改造建设项目（二期）*	112,213.00	22,865.24	2022年	政府回购
	江彰大道北段道路建设工程	75,008.43	69,641.50	2021年	政府回购
	双喻·会合片区棚户区改造项目	138,700.00	98,213.65	2023年	政府回购
	让水河片区滨河西路道路基础设施建设项目	71,762.13	6,964.28	2022年	政府回购
	岩嘴头供水站取水头部上移及水厂配套设施管网建设项目工程	26,146.94	13,100.00	2021年	自营
拟建项目	江油市西环线绵江路至平通河段及南一环绵江路至西环线段新建工程	95,414.32	0.00	--	政府回购
	<b>合计</b>	<b>659,866.82</b>	<b>318,802.97</b>	--	--

注：“\*”为本期债券募投项目。  
 资料来源：公司提供

### 公司销售业务收入大幅增长，但盈利空间较小

公司销售业务主要由子公司江油市妥鸿商贸有限公司负责运营，跟踪期内，该业务的营业模式未发生变化，具体如下：公司采购水泥、煤炭、钢材及电解铜等货物，然后利用政府平台优势将货物按成本加成一定比例出售给当地及周边的建设施工企业，收入较有保障。受益于新增贸易产品电解铜，2020年公司销售收入大幅增长，成为公司营业收入的重要来源，但业务毛利率较低，盈利能力较弱。

**表5 公司销售业务收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020年	2019年
水泥	12,134.88	14,433.23
钢材	1,882.13	4,442.77
煤	1,115.42	3,595.28
其他	1,295.84	1,596.76
电解铜	25,872.77	0.00
<b>合计</b>	<b>42,301.04</b>	<b>24,068.04</b>

资料来源：公司提供

### 公司医院服务业务规模持续增长，业务可持续性较好，天然气、供水、安装工程业务具有区域专营性优势，但安装工程收入易受房地产市场波动的影响

公司医院服务业务由江油市第二人民医院负责运营。第二医院为当地的公立医院，属于事业单位，于2013年通过国家三级乙等综合医院评审，医院占地近50亩，是一所集医疗、教学、科研等方面为一体的综合性医院。第二医院主要承担江油市公共应急、工伤急救以及医疗卫生、预防保健、科研教学等职责，医疗服务覆盖江油市及周边区县，区域竞争力较强。2020年第二医院资产总额为7.61亿元（其中其他应收款4.45亿元），负债总额为7.40亿元，当期医院服务收入继续保持增长，业务可持续较好。

四川省天然气资源丰富，公司的天然气供应较有保障。江油市天然气供应和液化气销售业务主要由公司下属的燃气分公司负责，天然气业务在江油市具有区域专营性优势。燃气分公司组建于1986年，跟踪期内，供气区域保持不变。价格方面，2020年居民用燃气价格维持稳定，但非居民燃气价格较上年有所下降。受天然气价格和供气量下降的影响，2020年公司天然气收入有所下降，但业务的盈利能力仍较稳定。

**表6 公司天然气业务主要情况**

项目	2020年	2019年
配气站数量（座）	3	3
供气管网长度（公里）	510	505
燃气用户数量（万户）	17.99	17.38
供气量（万立方米）	7,506	8,273

江油市城区气化率	94.8%	94.6%
居民用燃气价格（元/立方米）	2.14	2.14
非居民用燃气价格（元/立方米）	2.81	3.23

资料来源：公司提供

公司自来水业务由公司下设的水务分公司负责运营，所承担的供水区域仍为江油市城区及周边的九个乡镇的生活、生产用水，供水业务在江油市具有很强的区域专营性。2020年公司自来水用户量、供水人口和全年供水量保持增长，但非居民用水价格有所下降。受上述因素影响，2020年供水收入基本保持稳定。2020年供水业务毛利率有所下降，主要系新增供水管网租赁费用、维修成本增加等所致。总体而言，公司的自来水业务属于公共事业性质，具有较强的区域专营性。

**表7 公司自来水业务主要情况**

项目名称	2020年	2019年
水厂数量（个）	3	3
供水量（万立方米）	2,907.24	2,673.34
管网漏损率	25.38%	21.91%
售水量（万立方米）	2,169.26	2,087.52
日供水能力（万立方米）	15	15
居民用水价格（元/立方米）	2.79	2.79
非居民用水价格（元/立方米）	3.38	3.73
自来水用户量（万户）	16.90	16.21
供水人口（万人）	52.22	41

资料来源：公司提供

公司的安装工程主要是对天然气和供水业务相关工程的安装、维修和维护，由公司下属工程安装维修分公司负责运营。受益于天然气安装用户数量增加，2020年公司安装工程收入有所上升，盈利能力仍较好，但考虑到安装工程业务受房地产市场的影响较大，目前三、四线城市的房地产市场波动较大，公司安装工程业务稳定性相对一般。

**表8 公司工程安装维修业务相关业务数据**

项目	2020年	2019年
当年天然气管道铺设长度（千米）	8	12
当年天然气安装户数（户）	6,699	3,776
当年自来水管道的铺设长度（千米）	44.15	7.15
当年自来水安装户数（户）	6,305	9,097

资料来源：公司提供

### 跟踪期内公司继续获得外部的较大支持

公司作为江油市重要的城市基础设施建设以及运营主体，在增资、财政补贴及资产划拨方面继续得到当地政府的较大支持。增资方面，2020年江油市国资办对公司进行增资3.83亿元，提高了公司的资本

实力；财政补贴方面，2020年公司获得供水、供气、城市公交补贴等政府补助4.21亿元，此外，公司收到江油市财政局拨付的5.20亿元利息补贴，提升了公司的利润水平；资产划拨方面，2020年公司收到江油市国资办划拨污水管网资产及政府无偿划拨车辆资产，增加资本公积7.72亿元，外部支持显著增强了的公司整体实力。

## 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年公司合并范围新增1家子公司（详见表1）。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，主要以待开发土地、应收款项及房屋建筑物为主，但已抵押或质押资产规模较大，整体资产流动性较弱

受益于较大规模的增资及资产划拨，2020年公司资产规模进一步增长，资产结构仍以流动资产为主，当期末流动资产占资产总额的比重进一步提高。

流动资产方面，2020年末公司货币资金主要为银行存款，其中有1.10亿元因质押而受限。公司应收账款主要为代建工程款及货款，主要应收对象为江油市财政局，随着代建项目的结算，2020年应收账款有所增长。公司其他应收款主要为公司与政府部门及相关单位、地方国企的往来款，部分其他应收款账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司应收款项（包括应收账款及其他应收款）的主要应收对象为政府部门及所属机构，该等款项回收风险不大，但回收时间上存在较大不确定性，应持续关注其回收情况。

2020年末公司存货主要由待开发土地和开发成本构成，当期末账面价值增长较多，主要系公司新增9宗土地资产所致，均已缴纳土地出让金。截至2020年末，公司待开发土地有124宗，总面积为692.54万平方米，均为出让地，土地用途主要为商服用地及城镇住宅用地。截至2020年末，公司存货中已有账面价值总计69.83亿元的土地用于抵押。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	49,481.60	2.06%	55,047.61	2.56%
应收账款	92,157.61	3.83%	57,394.08	2.67%
其他应收款	207,675.31	8.64%	128,813.10	5.99%
存货	1,152,259.19	47.92%	1,038,703.07	48.28%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,549,865.42</b>	<b>64.46%</b>	<b>1,313,309.47</b>	<b>61.05%</b>

可供出售金融资产	81,960.08	3.41%	81,066.58	3.77%
投资性房地产	115,132.80	4.79%	116,654.74	5.42%
固定资产	452,706.78	18.83%	269,530.82	12.53%
在建工程	84,881.18	3.53%	257,439.58	11.97%
无形资产	103,208.36	4.29%	102,048.21	4.74%
<b>非流动资产合计</b>	<b>854,504.25</b>	<b>35.54%</b>	<b>838,053.98</b>	<b>38.95%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,404,369.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,151,363.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司可供出售金融资产主要为对四川西成客专投资有限责任公司等企业的股权投资及公司持有的泽芯平衡型基金等基金，其中有 4.16 亿元因质押融资而受限。投资性房地产为自持用于对外出租经营的房屋及建筑物。固定资产主要为房屋及建筑物，2020 年末增长较多，主要系绵阳华夏历史文明传承主题园项目完工转入和政府划拨污水管网资产所致。当期末投资性房地产和固定资产已有账面价值共计 26.26 亿元用于抵押。在建工程主要为大康爱情百合国际博览园、第二生活污水处理厂等基础设施项目，2020 年在建工程有所下降，主要由于部分项目完工转固。无形资产主要为 23 宗土地使用权，其中已有 8.91 亿元用于抵押，2020 年公司新增 8 宗土地使用权，均已缴纳土地出让金。截至 2020 年末，已抵质押资产账面价值合计 110.26 亿元。

综上，公司资产主要以待开发土地、应收款项及房屋建筑物为主，应收款项规模较大且回收时间不确定，土地资产及房产难以集中变现且已抵押资产规模较大，受限比例较高，整体资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司业务种类较多，营业收入稳定增长，业务可持续较好，但整体盈利能力较弱

2020 年营业收入稳定增长，主要系公司新增贸易产品电解铜收入所致。公司营业收入主要来源于销售业务、工程业务及天然气、自来水、安装工程等公用事业运营业务，其中销售业务受行业景气度影响，行业波动对公司贸易产品购销业务产生较大影响，盈利空间较小，工程项目业务主要与江油市政府签订政府购买服务协议，代建、拟建项目规模较大，业务持续性较好。另外，公司经营的天然气、自来水和安装工程等公用事业运营业务，具有区域专营优势，业务持续性较好，医院服务业务具有公益性，发展稳定可为公司带来持续性收入。但近年公司经营收现情况表现一般，代建业务回款有一定滞后性，收入质量一般。毛利率方面，受各业务毛利率波动影响，2020 年公司销售毛利率略有下降，整体盈利水平较低。

公司经营的供水、供气等业务具有一定的公益性质，盈利能力较弱，因此当地政府继续在供水、供气、城市公交服务等方面给予公司较多的财政补助，2020 年政府补贴是当期利润总额的 443.29%，政府补助是公司利润的重要来源。

**表10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

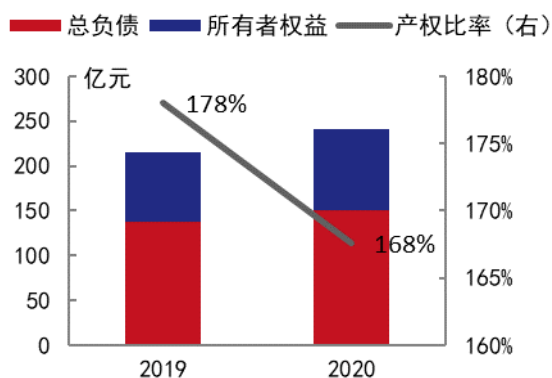
指标名称	2020年	2019年
营业收入	144,176.03	126,490.16
收现比	0.81	0.79
营业利润	10,029.28	9,603.06
其他收益	42,117.38	35,524.55
利润总额	9,501.17	9,822.26
销售毛利率	11.95%	12.66%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

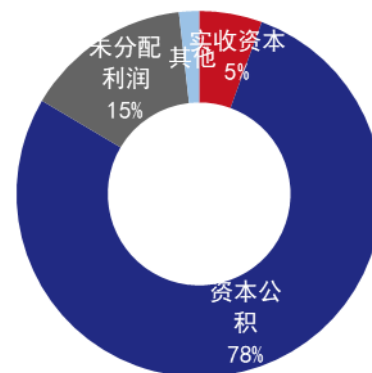
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的债务压力

受益于江油市国资办增资及污水管网资产注入，2020年公司所有者权益增长较多，但同期公司总负债也有所增长。受上述两方面的综合影响，2020年公司产权比率略有下降，但仍处于较高水平，所有者权益对负债的覆盖程度较低。

**图 1 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 审计报告，中证鹏元整理

**图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020 审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，2020年公司短期借款进一步增长，借款类型以抵押借款为主，借款银行主要系国有银行、股份制银行及地方银行，利率区间4.79%-8.50%。其他应付款主要为应付政府单位及国有企业的往来款。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，2020年末大幅增长主要系原长期应付款中中信信托有限责任公司、光大兴陇信托有限责任公司等非标借款转入所致。

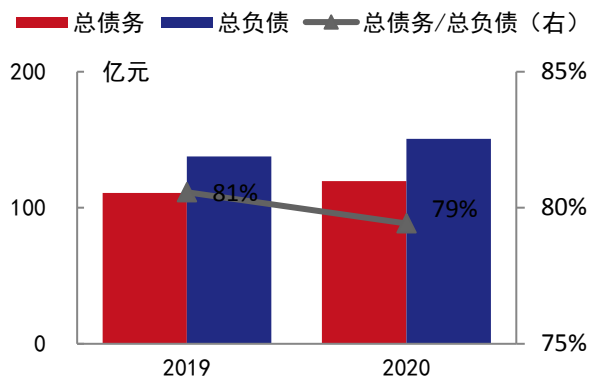
非流动负债方面，公司长期借款主要为抵押借款、质押借款和信用借款，借款银行以政策性银行及国有银行为主，利率主要在4.90%-10.00%不等。应付债券主要为本期债券及发行的私募债，2020年公司发行2只公司债券，当期末公司共计6只债券，利率在6.15%-8.00%之间。长期应付款主要为公司融资租赁借款、信托计划等非标借款及政府专项应付款，其中非标借款利率在8%-12%之间，融资成本较高。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

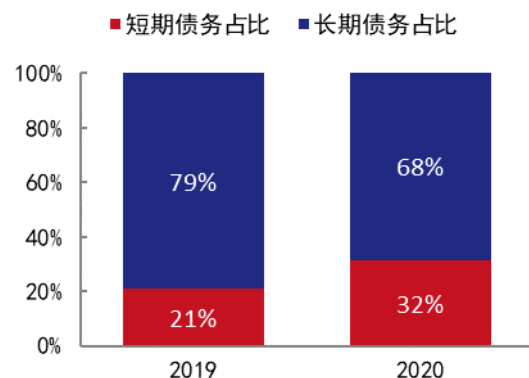
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	154,030.00	10.23%	142,026.00	10.31%
其他应付款	110,405.32	7.33%	122,584.03	8.90%
一年内到期的非流动负债	223,867.69	14.87%	91,765.51	6.66%
<b>流动负债合计</b>	<b>560,870.15</b>	<b>37.25%</b>	<b>418,014.51</b>	<b>30.34%</b>
长期借款	340,089.00	22.58%	357,506.00	25.95%
应付债券	215,640.12	14.32%	216,716.96	15.73%
长期应付款	262,245.78	17.42%	301,987.42	21.92%
<b>非流动负债合计</b>	<b>944,953.57</b>	<b>62.75%</b>	<b>959,663.30</b>	<b>69.66%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,505,823.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,377,677.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着外部融资力度的不断加大，2020年末公司总债务增长较多，占总负债的比重仍较高，总债务规模较大，面临较大的偿付压力。从债务结构来看，公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比上升，短期偿债压力增加。

**图 3 2020 年 12 月末公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 4 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

得益于江油市国资办增资及污水管网资产注入，2020年末公司资产负债率略有下降，但仍处于较高水平。受融资期限结构变动等因素影响，2020年公司现金短期债务比进一步下降，且考虑到货币资金使用受限比例较高，货币现金对短期债务的保障仍较弱。2020年公司EBITDA利息保障倍数较上年有所回升，公司盈利对利息的保障程度提高，但公司利润主要来源于财政补贴，扣除补贴外的经营性利润对债务利息的保障能力仍较弱。截至2020年末公司未抵押土地账面价值23.91亿元，以及公司共获得各家银行各类授信额度66.76亿元，未使用的各类授信额度总额为12.60亿元，再融资能力尚可，能为公司偿债提供一定保障。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	62.63%	64.04%
现金短期债务比	0.13	0.24
EBITDA 利息保障倍数	1.46	0.81

资料来源：公司 2019-2020 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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月10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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额较大，占期末所有者权益的12.77%，其中四川南川物贸有限公司为民营企业，其他被担保方为国有企业，上述担保事项均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

**表13 截至 2020 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	是否有反担保
江油城市投资发展有限公司	45,000.00	2025-5-23	否
江油城市投资发展有限公司	4,498.54	2021-11-16	否
江油城市投资发展有限公司	1,875.00	2021-3-30	否
江油城市投资发展有限公司	1,683.01	2021-8-26	否
江油城市投资发展有限公司	3,335.86	2021-11-9	否
江油城市投资发展有限公司	2,731.57	2021-9-21	否
江油城市投资发展有限公司	1,403.82	2025-1-25	否
江油城市投资发展有限公司	5,000.00	2021-4-21	否
江油市中医医院	1,496.36	2023-9-4	否
四川南川物贸有限公司	3,000.00	2021-3-23	否
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	500.00	2021-5-3	否
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	480.00	2021-7-23	否
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	485.00	2021-3-26	否
江油市天一自来水有限责任公司	33,000.00	2034-10-20	否
江油星乙现代农业服务有限公司	4,800.00	2032-10-20	否
江油星乙农业投资有限公司	2,500.00	2021-8-5	否
江油市天一自来水有限责任公司	1,000.00	2023-9-16	否
江油市第四人民医院	2,000.00	2021-8-20	否



合计

114,789.16

--

--

资料来源：公司提供

## 八、本期债券偿还保障分析

公司以其合法拥有的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券的安全性

公司以其合法拥有的15宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地面积合计113.59万平方米，均为出让性质的商住用地，并已办妥抵押登记手续。北京国融兴华资产评估有限责任公司（土地估价报告编号：国融兴华评报字[2015]第080012号）以2015年2月28日为评估基准日对15宗土地进行了评估，抵押土地使用权的总评估价值为233,140.35万元，对本期债券未偿还本金的覆盖倍率为5.30。上述资产抵押担保的范围包括本期债券的本金和利息、办理抵押登记的全部费用、违约金、损害赔偿金和实现债权的一切合理费用（包括法律服务费用）。

**表14 跟踪期内公司抵/质押资产情况（单位：平方米、万元、元/平方米）**

编号	土地使用证号	用途	性质	面积	评估价值	评估单价
1	江国用（2014）第 0600377 号	商住用地	出让	20,790.60	4,034.54	1,940.56
2	江国用（2014）第 0600378 号	商住用地	出让	31,433.10	6,099.78	1,940.56
3	江国用（2014）第 0600379 号	商住用地	出让	37,124.04	7,225.30	1,946.26
4	江国用（2014）第 0300874 号	商住用地	出让	42,526.02	9,032.53	2,124.00
5	江国用（2014）第 0300872 号	商住用地	出让	7,323.50	1,580.35	2,157.92
6	江国用（2014）第 0300871 号	商住用地	出让	139,438.63	29,824.11	2,138.87
7	江国用（2014）第 0200569 号	商住用地	出让	59,672.44	12,204.68	2,045.28
8	江国用（2014）第 0200566 号	商住用地	出让	96,484.68	19,733.82	2,045.28
9	江国用（2014）第 0200568 号	商住用地	出让	36,053.41	7,373.93	2,045.28
10	江国用（2014）第 0200565 号	商住用地	出让	40,459.09	8,275.02	2,045.28
11	江国用（2014）第 0200563 号	商住用地	出让	131,524.61	26,900.47	2,045.28
12	江国用（2014）第 0200562 号	商住用地	出让	127,240.47	26,024.24	2,045.28
13	江国用（2014）第 0200567 号	商住用地	出让	106,496.54	21,781.52	2,045.28
14	江国用（2014）第 0200570 号	商住用地	出让	120,045.70	24,552.71	2,045.28
15	江国用（2014）第 0200564 号	商住用地	出让	139,332.26	28,497.35	2,045.28
	<b>合计</b>	--	--	<b>1,135,945.09</b>	<b>233,140.35</b>	<b>2,052.39</b>

资料来源：国融兴华评报字[2015]第 080012 号土地估价报告

根据监管协议，在本期债券存续期间，公司应持续聘请资产评估机构对抵押资产的价值按年进行评估，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，年度评估报告的出具时间不应迟于本期债券当年付息首日后三十个工作日。但截至2020年12月末，公司未重新出具评估报告，因此维持北京国融兴华资产评估有限责任公司以2015年2月28日为评估基准日对15宗土地的评估结果。

总体而言，公司以其合法拥有的15宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍可有效提升本期

债券的安全性。值得注意的是，抵押资产规模较大，极端情况下能否及时变现，以及变现时的出让价格能否达到预期，存在较大的不确定性。

## 九、结论

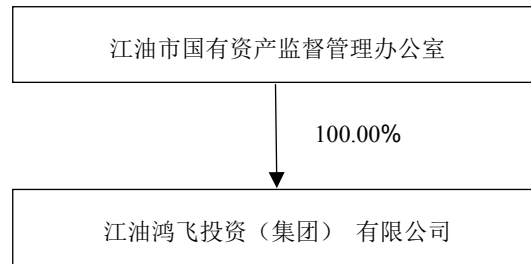
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	49,481.60	55,047.61	29,415.46
存货	1,152,259.19	1,038,703.07	990,599.70
流动资产合计	1,549,865.42	1,313,309.47	1,166,751.73
固定资产	452,706.78	269,530.82	256,415.47
非流动资产合计	854,504.25	838,053.98	634,403.31
资产总计	2,404,369.67	2,151,363.45	1,801,155.04
短期借款	154,030.00	142,026.00	100,002.00
一年内到期的非流动负债	223,867.69	91,765.51	34,288.00
流动负债合计	560,870.15	418,014.51	220,317.47
长期借款	340,089.00	357,506.00	262,755.00
应付债券	215,640.12	216,716.96	184,362.04
长期应付款	289,559.33	326,702.42	291,982.41
非流动负债合计	944,953.57	959,663.30	777,576.54
负债合计	1,505,823.72	1,377,677.81	997,894.01
总债务	1,195,951.58	1,110,001.89	848,357.96
所有者权益	898,545.96	773,685.65	803,261.03
营业收入	144,176.03	126,490.16	76,553.38
营业利润	10,029.28	9,603.06	7,551.14
其他收益	42,117.38	35,524.55	35,032.56
利润总额	9,501.17	9,822.26	11,268.83
经营活动产生的现金流量净额	26,697.34	21,015.67	29,110.00
投资活动产生的现金流量净额	-162,919.92	-203,258.98	-42,650.95
筹资活动产生的现金流量净额	153,140.29	174,005.46	-77,889.27
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	11.95%	12.66%	13.27%
收现比	0.81	0.79	1.05
资产负债率	62.63%	64.04%	55.40%
现金短期债务比	0.13	0.24	0.22
EBITDA（亿元）	4.42	4.02	4.25
EBITDA 利息保障倍数	1.46	0.81	1.27

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

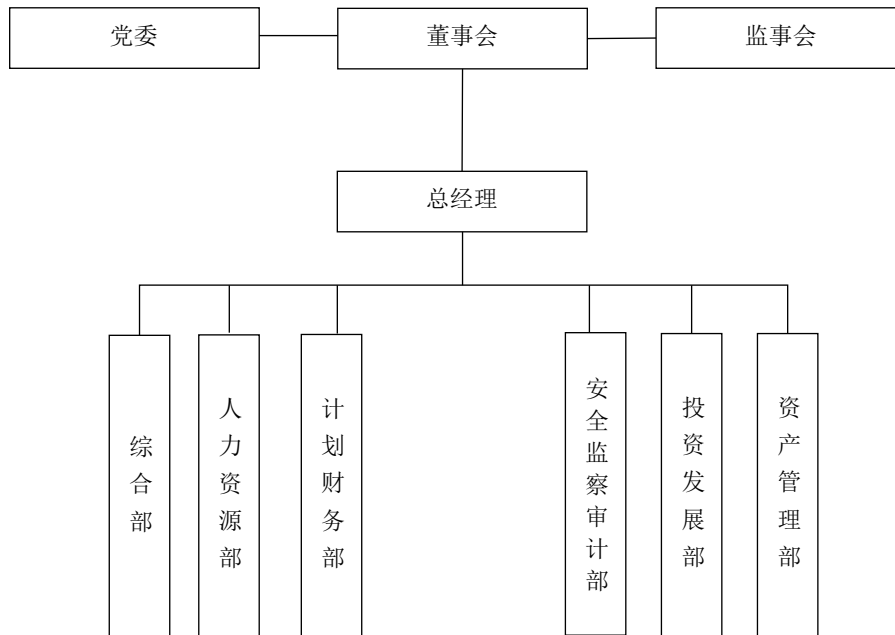
## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江油市鸿飞二手车交易市场管理有限公司	50.00	100.00%	二手车交易
江油鸿飞旅游出租车经营有限公司	100.00	100%	出租车运营
江油市鸿业市场管理有限公司	20.00	100%	市场经营管理
江油鸿飞农业发展投资有限公司	4,400.00	100%	农业开发
江油鸿飞城市生活污水净化有限公司	500.00	100%	污水处理
江油市生活垃圾综合处理有限公司	300.00	100%	垃圾处理
江油凯盛投资建设有限公司	7,773.00	100%	建筑建设
江油机动车检测服务有限公司	1,000.00	100%	机动车检测
江油鸿飞劳务服务有限公司	200.00	100%	劳务服务
江油市妥鸿商贸有限公司	1,000.00	100%	销售贸易
江油鸿飞检验检测有限公司	2,000.00	100%	质检技术服务
江油市文化旅游发展有限公司	13,404.25	100%	旅游项目开发
江油市鸿欧环保科技有限公司	2,000.00	51%	污水处理
江油鸿飞大数据服务有限公司	20.00	100.00%	大数据服务
江油鸿飞健康管理有限公司	1,000.00	100.00%	健康管理
绵阳华飞文化科技有限公司	115,445.91	95.67%	文化旅游服务
江油市鸿飞旅游发展有限公司	2,000	100%	旅游服务
江油鸿飞房地产开发有限公司	1,000	100%	房地产开发
江油鸿飞客户服务有限责任公司	1,000	100%	水电费服务
江油市仙鹤殡仪开发有限公司	300.00	100.00%	殡葬服务

资料来源：公司 2020 年审计报告

## 附录五 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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。