

2015 年迁安市兴源水务产业投资有限公司

**公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2015年迁安市兴源水务产业投资有限公司公司债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【972】号 01

债券简称：15迁安债/PR
迁安投

债券剩余规模：12亿元

债券到期日期：2022年
4月22日

债券偿还方式：每年付
息一次，并设置本金提
前偿付条款，在债券存
续期的第3-7年末，分
别按照债券发行总额20%
的比例偿还债券本金，
到期利息随本金一起支
付

分析师

姓名：
刘婉 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
liuwan@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

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

2018年6月27日

2017年6月9日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对迁安市兴源水务产业投资有限公司（以下简称“公司”）及其2015年4月22日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2018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所处外部环境良好；公司营业收入水平有所提高，且委托代建业务持续性较好。同时我们也关注到，公司资产流动性较弱，经营活动收现情况较差，项目建设面临一定资金压力，同时面临一定短期偿债压力及或有负债等风险因素。

正面：

- 公司面临较好的外部发展环境。2017年迁安市实现地区生产总值1,047.1亿元，同比增长5.5%，增速较去年提高1.8个百分点；实现公共财政收入40.5亿元，同比增长11.69%；区域经济和公共财政实力提升，所处外部市场环境良好。
- 2017年公司营业收入有所提高，且委托代建业务持续性较好。得益于委托代建业务确认收入规模增加，2017年公司营业收入为143,110.46万元，同比增长38.57%；截至2017年末，公司主要在建拟建项目后续尚需投资额较大，未来业务持续性较好。

关注：

- **公司应收款项占比过高，对资金形成较大占用，且存在一定受限资产，资产流动性较弱。**截至 2017 年末，应收账款及其他应收款占总资产的比重为 60.50%，应收款项占总资产的比重过高，回款时间尚不确定；且部分应收账款和土地使用权已抵质押，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动收现情况较差，项目建设面临一定资金压力。**2017 年公司经营收现比仅为 0.03，收现情况较差，截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 149,044.90 万元，面临一定资金压力。
- **公司面临一定短期偿债压力。**截至 2017 年末公司有息债务 586,160.82 万元，其中 2018 年到期的长期借款和应付债券共计 166,621.86 万元，考虑到账面资金较少、收现比较差、短期偿债能力指标趋弱，公司面临一定短期偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 621,832.00 万元，占所有者权益的比重为 35.35%，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,639,150.34	3,437,836.99	3,387,975.73
所有者权益（万元）	1,758,849.89	1,764,267.74	1,784,335.84
有息债务（万元）	586,160.82	658,253.25	934,512.56
资产负债率	51.67%	48.68%	47.33%
流动比率	2.76	3.34	4.66
营业收入（万元）	143,110.46	103,276.01	162,305.69
营业外收入（万元）	28.07	758.57	16,919.00
利润总额（万元）	6,687.83	11,003.38	14,938.28
综合毛利率	13.01%	18.64%	16.42%
EBITDA（万元）	12,714.76	15,988.71	24,858.90
EBITDA 利息保障倍数	1.12	0.80	1.04
经营活动现金流净额（万元）	71,252.70	63,156.18	-371,836.96

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

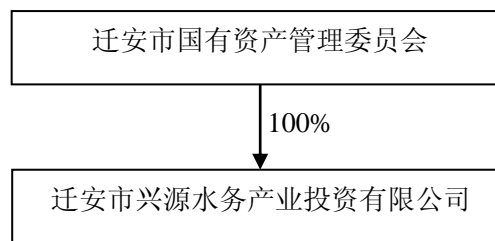
经国家发展和改革委员会《发改财金[2015]164号》文件批准，公司于2015年4月22日发行15亿元公司债券，票面利率为6.25%。本期债券募集资金主要用于迁安市回迁安置楼项目建设，募集资金已使用完毕，募投项目已建成完工。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人、纳入公司合并报表范围内的子公司均未发生变更。公司控股股东及实际控制人仍为迁安市国有资产管理委员会，纳入合并范围的子公司仍为6家。

截至2017年末，公司注册资本仍为97,253.67万元，公司控股股东和实际控制人仍为迁安市国有资产管理委员会。2017年公司总经理发生变更。2017年公司合并报表范围内子公司未发生变化（公司子公司情况详见附录五）。根据公司提供的资料，截至2017年末，公司高级管理人员不存在党政机关公务人员违规兼职的情况。

图1 截至2017年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产总额为3,639,150.34万元，所有者权益合计为1,758,849.89万元，资产负债率为51.67%。2017年公司实现营业总收入143,110.46万元，利润总额6,687.83万元，经营活动现金流净流入71,252.70万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧

结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行

	行)》(财预[2017]62号)		了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年迁安市经济实力有所增强

2017年迁安市地区生产总值为1,047.1亿元,按可比价格计算,同比增长5.5%。按常住人口计算,全市人均地区生产总值13.5万元,为同期全国人均生产总值的226.13%。2017年迁安市规模以上企业增加值为659.3亿元,累计增长4.8%;规模以上工业综合能源消费量为1,243.93万吨标准煤,同比下降1.2%。

表2 2016-2017年迁安市主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,047.1	5.5%	918.8	3.7%
固定资产投资	711.5	9.5%	654.6	10.1%
规模以上企业增加值	659.3	4.8%	501.0	3.9%
社会消费品零售总额	273.0	10.5%	247.1	10.7%
进出口总额(亿美元)	18.1	14.5%	15.5	-33.9%
人均GDP(万元)	13.5		12.0	
人均GDP/全国人均GDP	226.13%		222.22%	

资料来源:2016年数据来自迁安市统计局,2017年数据来自《唐山统计月报2017.12》,鹏元整理

2017年迁安市继续加强推进项目建设，固定资产投资较快增长，固定资产投资711.5亿元，同比增长9.5%。从项目规模来看，全年竣工亿元以上项目98个；2017年新开工亿元以上项目113个，累计完成投资额432.9亿元。2017年全市进出口总额18.1亿美元，同比增长14.5%；其中，出口总额4.7亿美元，同比增长21.9%。实际利用外资15,834万美元，同比增长142.9%。

2017年迁安市公共财政实力有所增强

从地方综合财力构成来看，2017年迁安市实现公共财政收入405,223万元，同比增长11.69%。其中税收收入337,132万元，税收收入占公共财政收入的比重为83.20%，公共财政收入质量较好。2017年迁安市政府性基金收入为114,722万元，较2016年增长59,985万元。近年来由于国内房地产市场的政策调控、区域相关发展规划以及出让土地所处位置的差异，土地市场的不确定性增加，对地方土地出让收入影响较大。

表3 2016-2017年迁安市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	-	632,368
（一）公共财政收入	405,223	362,809
其中：税收收入	337,132	234,312
非税收入	68,091	128,497
（二）上级补助收入	-	214,822
其中：返还性收入	-	22,381
一般性转移支付收入	-	97,591
专项转移支付	-	94,850
（三）政府基金收入	114,722	54,737
其中：国有土地出让金收入	-	41,943
财政支出	-	662,575
（一）公共财政支出	651,032	599,685
（二）政府基金支出	128,518	62,890
财政自给率	62.24%	60.50%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；表中标注“-”的数据未公开披露。

资料来源：2016年数据来自迁安市财政局，2017年数据来自《迁安市2017年预算执行情况和2018年预算（草案）的报告》，且为快报统计数，鹏元整理

财政支出方面，2017年迁安市公共财政支出651,032万元，主要用于教育、医疗、社会保障等民生领域。2017年迁安市财政自给率为62.24%，同比略有上升，财政自给能力尚可。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，2017年公司实现营业总收入143,110.46万元，其中工程项目收入占比92.15%，因2017年公司确认收入的工程项目规模较大，推动当年工程项目收入同比增长32.11%，为公司营业总收入同比上升的主要原因。因项目代建费率每年由迁安市人民政府与公司协商确认，公司业务毛利率存在一定变动。受工程项目代建业务及材料物资销售业务毛利率均同比下降影响，2017年公司综合毛利率同比下降5.63个百分点至13.01%。

表 4 2016-2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
一、主营业务				
工程项目	131,869.36	15.02%	99,816.54	19.59%
其他收入	7,095.02	-40.71%	1,797.48	-80.03%
小计	138,964.38	12.18%	101,614.02	17.83%
二、其他业务				
销售材料物资	4,146.08	40.95%	1,661.99	68.06%
营业总收入合计	143,110.46	13.01%	103,276.01	18.64%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司工程代建收入有所增加，代建项目较多，后续业务持续性较好，但也给公司带来一定资金压力

公司与迁安市人民政府签订了部分基础设施项目的委托代建合同，迁安市人民政府为项目的委托人，公司为主要建设主体。根据公司与迁安市人民政府签订的委托代建合同，按照项目实际支出成本加一定比例的管理费确认为收入。委托代建收入的确认通常是依据代建合同的相关约定，并结合该工程实际完成投资等情况，在公司与市政府一致同意的基础上确认的，根据各项目的实际情况，代建手续费率有所差异。

2017年公司确认工程项目收入131,869.36万元，确认收入项目主要包括五村平改工程、西里铺棚户区改造项目和西里铺农民集中住房（吉兰庄）项目等。

表 5 2017 年公司代建收入明细（单位：万元）

项目名称	当年确认基建工程收入
城中村改造项目	119.85
五村平改工程	98,129.03
西李铺棚户区改造项目	26,152.73
西李铺农民集中住房（吉兰庄）	7,401.39
污水提升泵站项目	66.37
合计	131,869.36

资料来源：公司提供

2017年，公司主要建设城中村改造、五村平改和市政工程等项目。截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资804,746.57万元，已投资655,701.67万元，后续尚需投资149,044.90万元（已剔除已投资超过总投资项目），公司代地方政府建设项目较多，业务持续性较好，但也给公司带来一定资金压力。

表 6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
市区西部基础设施工程	41,200.00	36,320.00
三里河综合治理工程	60,000.00	64,965.00
滨河新民居	32,660.00	24,520.00
城乡社区公共设施	86,438.00	23,918.00
市政工程	37,907.00	42,347.00
城中村改造项目	446,366.40	463,631.67
污水提升泵站项目	175.17	0.00
阚庄棚户区改造项目	100,000.00（预计）	0.00
合计	804,746.57	655,701.67

注：因会展中心项目、五村平改工程、西李铺棚户区改造项目和西李铺农民集中住房，（吉兰庄）项目已基本完工，故计算项目总投资时未包括在内；因目前项目已投资金额超过总投资金额，故计算尚需投资金额时不包括三里河综合治理工程、市政工程、城中村改造项目。

资料来源：公司提供

自来水、污水处理、民爆用品销售、材料物资销售等其他业务丰富了公司收入来源，但其他业务整体亏损，影响公司毛利率水平

公司其他业务主要涉及道路工程、自来水、污水处理、民爆产品销售、热量表等产品销售及材料物资销售等。2017年公司道路工程、自来水等纳入主营业务核算的其他收入7,095.02万元，但毛利率为-40.71%，亏损金额较大。其中，公司道路工程业务为子公司迁安市通宇公路建筑有限公司承接的代建业务；污水处理业务收入计入迁安市海绵工程项目核算，未体现在公司收入中，而员工工资由子公司迁安市自来水公司进行支付。2017年纳入其他业务的材料物资销售收入4,146.08万元，较去年有所增长。

表 7 2017 年公司其他业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本
一、纳入主营业务核算的其他收入	7,095.02	9,983.51
道路工程	4,106.46	6,472.98
自来水	1,447.15	1,520.38
上水款	893.34	1,004.87
民爆产品	330.73	265.36
热量表等产品销售	303.08	217.16
运输收入	14.26	0.00

污水处理	0.00	502.76
二、销售材料物资	4,146.08	2,448.13
其他业务收入合计	11,241.10	12,431.64

资料来源：公司提供

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审华会计师事务所（特殊普通合伙）所审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告的期初数，报告均采用新会计准则编制。2017年公司纳入合并报表范围的子公司无变化。

资产结构与质量

公司应收款项占比过高，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，且受限资产较多，资产流动性较弱

截至 2017 年末，公司总资产为 3,639,150.34 万元，同比增长 5.86%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，流动资产占比 83.00%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,828.40	0.46%	57,627.80	1.68%
应收账款	658,283.36	18.09%	489,170.29	14.23%
其它应收款	1,543,289.55	42.41%	1,387,513.63	40.36%
存货	792,589.74	21.78%	861,350.20	25.06%
流动资产合计	3,020,416.93	83.00%	2,805,711.94	81.61%
固定资产	93,343.29	2.56%	105,018.52	3.05%
在建工程	214,454.55	5.89%	209,101.14	6.08%
无形资产	299,202.30	8.22%	304,570.42	8.86%
非流动资产合计	618,733.41	17.00%	632,125.06	18.39%
资产总计	3,639,150.34	100.00%	3,437,836.99	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。截至 2017 年末，公司货币资金为 16,828.40 万元，主要为银行存款，公司货币资金无使用受限情况。截至 2017

年末，公司应收账款和其他应收款分别为 658,283.36 万元、1,543,289.55 万元，两者合计占总资产的比重为 60.50%，主要为应收迁安市财政局等政府单位的工程款和往来款，其中应收迁安市财政局款项占应收款项总额的比重为 78.52%；2016 年政府收回公司闲置地块 48 宗，涉及金额 490,648.45 万元，由迁安市财政承担补偿公司因收回土地造成的相关损失，公司将相应补偿计入应收迁安市财政局的往来款。公司应收款项应收对象主要为政府部门，回收时间受政府资金安排影响较不确定，对公司资金形成较大占用。同时截至 2017 年末，公司本部及子公司迁安市城乡建设投资管理有限公司已分别将其享有的应收账款对外质押给国家开发银行及中国农业发展银行公司。截至 2017 年末，公司存货规模为 792,589.74 万元，占总资产的比重为 21.78%；其中开发成本 790,390.41 万元，含工程成本 690,497.61 万元，土地开发成本 99,892.81 万元，期末公司存货中账面价值 32,350.19 万元的土地使用权用于抵押借款。

表 9 截至 2017 年末公司金额前五名其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	金额	占其他应收款比例	款项性质
迁安市财政局	1,111,103.95	71.74%	往来款
迁安市宏海实业有限公司	127,556.68	8.24%	往来款
迁安市发展投资有限公司	13,015.90	0.84%	往来款
杨店子镇拆迁管理办公室	100,480.00	6.49%	往来款
迁安市城中村改造工作组	18,000.00	1.16%	往来款
合计	1,370,156.53	88.47%	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。截至 2017 年末，公司固定资产账面价值为 93,343.29 万元，同比减少 11.12%，主要为本期处置房屋及建筑物和机器设备所致。截至 2017 年末，公司在建工程为 214,454.55 万元，主要包括三里河综合治理工程和市区西部基础设施工程等项目。截至 2017 年末，公司无形资产账面价值为 299,202.30 万元，主要为土地使用权。

总体来看，公司资产以应收款项、工程项目和土地为主，其中较大规模的应收款项对营运资金形成较大占用，且回款时间受迁安市政府资金安排影响存在不确定性，整体资产流动性较弱。

盈利能力

工程项目确认收入规模较大推动公司 2017 年营业收入同比增长，但毛利率下降导致利润水平下降

得益于确认工程项目收入增加，2017年公司实现营业收入143,110.46万元，同比增长38.57%。主要受当年公司与迁安市人民政府商定的工程项目毛利率下降影响，2017年公司综合毛利率同比下降5.63个百分点至13.04%。因计提坏账准备，2017年公司计提资产减值损失1,370.53万元。自2016年以来，公司获得的政府补助均较少，2017年公司获得与收益相关的政府补助仅711.77万元，利润总额受到较大影响。2017年公司营业利润及利润总额分别下降为7,619.04万元和6,687.83万元。

总体来看，2017年公司营业收入有所增长，但毛利率下滑对公司利润影响较大，公司业务盈利能力下降。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	143,110.46	103,276.01
资产减值损失	1,370.53	1,735.10
营业利润	7,619.04	11,087.94
营业外收入	28.07	758.57
利润总额	6,687.83	11,003.38
净利润	3,292.15	8,361.14
综合毛利率	13.01%	18.64%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司经营活动现金流受往来款流出规模减小影响有所改善，但主营业务收现能力仍较差，项目建设面临一定资金压力

2017 年公司经营收现比为 0.03，主营业务获现能力较差。公司经营活动现金流入主要来自往来款，经营活动现金流出主要系工程建设支出及往来款支出。综合来看，受往来款现金流出减少的影响，2017 年公司经营活动现金净流入 71,252.70 万元，考虑到往来款不确定性较大，未来公司经营性现金流稳定性尚待观察。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入为取得投资收益收到的现金，投资活动现金流出主要系购置固定资产、无形资产等支出，当期投资活动现金净流出 830.37 万元。筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金净流出 111,221.73 亿元。具体来看，公司筹资活动现金流入主要来自租赁借款，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

整体而言，受往来款流出规模减小影响，2017 年公司经营活动现金流有所改善，但主营业务收现能力仍较差，考虑到在建项目尚需投资规模较大，未来公司仍面临一定资金压力。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.03	0.07
销售商品、提供劳务收到的现金	4,929.69	7,491.93
收到其他与经营活动有关的现金	336,028.06	474,318.00
经营活动现金流入小计	341,001.06	481,809.92
购买商品、接受劳务支付的现金	58,065.18	67,411.46
支付其他与经营活动有关的现金	205,399.29	346,497.80
经营活动现金流出小计	269,748.36	418,653.74
经营活动产生的现金流量净额	71,252.70	63,156.18
投资活动产生的现金流量净额	-830.37	5,391.57
筹资活动产生的现金流量净额	-111,221.73	-77,944.94
现金及现金等价物净增加额	-40,799.40	-9,397.19

资料来源：公司 2017 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的短期偿债压力

因融资租赁借款增加，2017年末公司负债总额为1,880,300.45万元，同比增长12.35%；公司所有者权益为1,758,849.89万元，同比下降0.31%；公司产权比率为106.91%，所有者权益对负债的保障程度进一步减弱。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	1,880,300.45	1,673,569.25
所有者权益	1,758,849.89	1,764,267.74
负债与所有者权益比率	106.91%	94.86%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，截至2017年末，流动负债占负债总额比重为58.20%。公司流动负债主要为应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2017年末，公司应付账款90,910.75万元，主要为应付迁安市瑞腾投资有限公司、秦皇岛市第三建筑工程公司、中太建设集团股份有限公司等单位的工程款。截至2017年末，公司应交税费余额83,169.98万元，主要为应交的企业所得税和营业税。截至2017年末，公司其他应付款748,191.94万元，占负债总额的比重为39.79%，主要为应付迁安市金砖城市海绵基金管理中心、迁安市发展投资有限公司及迁安市中医院等单位的借款。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为166,621.86万元，其中一年内到期的长期借款及应付债券分别为63,511.55万元、103,110.32万元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	90,910.75	4.83%	108,443.92	6.48%
应交税费	83,169.98	4.42%	77,139.13	4.61%
其他应付款	748,191.94	39.79%	527,923.25	31.54%
一年内到期的非流动负债	166,621.86	8.86%	124,502.81	7.44%
流动负债合计	1,094,293.83	58.20%	838,892.29	50.13%
长期借款	158,259.44	8.42%	263,750.44	15.76%
应付债券	180,000.00	9.57%	270,000.00	16.13%
长期应付款	81,279.52	4.32%	0.00	0.00%
专项应付款	366,467.65	19.49%	300,926.52	17.98%
非流动负债合计	786,006.62	41.80%	834,676.97	49.87%
负债合计	1,880,300.45	100.00%	1,673,569.25	100.00%
其中：有息债务	586,160.82	31.17%	658,253.25	39.33%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。截至2017年末，公司长期借款余额158,259.44万元，其中信用借款1,550.44万元，抵押借款140,409.00万元，质押借款16,300.00万元。截至2017年末，公司应付债券为180,000.00万元，包括本期债券、14迁安城投债01/PR迁安01和14迁安城投债02/PR迁安02，应付债券明细详见表14。截至2017年末，公司长期应付款为81,279.52万元，全部为兴业融资租赁借款。截至2017年末，公司专项应付款为366,467.65万元，全部为迁安市财政局拨付给公司的代建项目款。

表 14 截至 2017 年末公司应付债券构成（单位：万元）

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	期末余额
15 迁安债/PR 迁安投	2015/4/22	150,000.00	7 年	120,000.00
12 迁安债/PR 迁安债	2012/7/11	160,000.00	6 年	0.00
14 迁安城投债 01/PR 迁安 01	2014/1/23	50,000.00	7 年	30,000.00
14 迁安城投债 02/PR 迁安 02	2014/8/11	50,000.00	7 年	30,000.00
合计	-	410,000.00	-	180,000.00

注：12 迁安债/PR 迁安债本金余额已全部转入一年内到期非流动负债

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

随着部分有息债务偿还，2017年末公司包括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在内的有息债务586,160.82万元，同比下降10.95%。其中2018年到期的长期借款和应付债券共计166,621.86万元。

从各项偿债指标来看，截至 2017 年末，公司资产负债率为 51.67%；流动比率和速动比率分别为 2.76 和 2.04，同比有所下降，加之公司流动资产中应收款项占比较大，回款时间不确定，短期偿债能力较弱。受利润水平下降影响，公司 EBITDA 有所减少；在 EBITDA

和有息债务同时减少的影响下，公司 EBITDA 对有息债务的保障度有所下降。同时考虑到公司应收账款及部分土地已分别外质押和抵押，受限资产较多，面临较大的偿债压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	51.67%	48.68%
流动比率	2.76	3.34
速动比率	2.04	2.32
EBITDA（万元）	12,714.76	15,988.71
EBITDA 利息保障倍数	1.12	0.80
有息债务/EBITDA	46.10	41.17

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

整体而言，公司有息债务规模有所下降但规模仍较大，且短期偿债能力指标趋弱，面临一定的短期偿债压力。

六、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保金额合计为 621,832.00 万元，占所有者权益的比重为 35.35%，被担保对象主要为国有企业，但均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 16 截至 2017 年底公司尚未结清的对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限
迁安市凌云开发建设投资有限公司	35,000	5 年
迁安市凌云实业发展有限责任公司	30,000	5 年
迁安市大西区建设开发有限公司	2,500	1 年
迁安市热力公司	10,000	8 年
迁安安科实业有限公司	70,000	2 年
迁安市中医医院	20,000	3 年
迁安市兴滦开发建设有限公司	290,000	15 年
迁安市兴滦开发建设有限公司	109,332	14 年
迁安市兴滦开发建设有限公司	50,000	9 年
迁安市立方源供水有限责任公司	5,000	1 年
合计	621,832.00	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司所处外部环境较好，区域经济和财政实力有所提升；公司代地方政府建设工程项

目较多，委托代建业务持续性较好。同时我们也关注到，公司应收款项占比过高，对资金形成较大占用，且应收账款及部分土地已分别对外质押和抵押，存在一定受限资产；公司资产流动性较弱；经营活动收现情况较差，项目建设面临一定资金压力；公司有息债务规模较大且短期偿债能力指标趋弱，面临一定的短期偿债压力，对外担保面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	16,828.40	57,627.80	67,024.99
应收账款	658,283.36	489,170.29	553,693.08
预付款项	9,142.23	10,050.02	208,288.18
应收股利	0.00	0.00	1,800.00
其他应收款	1,543,289.55	1,387,513.63	877,445.36
存货	792,589.74	861,350.20	1,024,496.17
其他流动资产	283.64	0.00	0.00
流动资产合计	3,020,416.93	2,805,711.94	2,732,747.78
可供出售金融资产	6,015.00	6,015.00	6,015.00
长期股权投资	4,870.73	6,784.50	2,827.96
固定资产	93,343.29	105,018.52	108,221.49
在建工程	214,454.55	209,101.14	199,305.54
工程物资	0.00	2.39	0.00
固定资产清理	0.36	-9.59	-9.74
无形资产	299,202.30	304,570.42	338,488.13
长期待摊费用	48.30	8.95	33.60
递延所得税资产	798.89	633.74	345.97
非流动资产合计	618,733.41	632,125.06	655,227.94
资产总计	3,639,150.34	3,437,836.99	3,387,975.73
短期借款	0.00	0.00	49,900.00
应付账款	90,910.75	108,443.92	49,107.67
预收款项	155.03	125.98	1,345.25
应付职工薪酬	635.88	757.20	371.00
应交税费	83,169.98	77,139.13	72,885.62
应付利息	4,608.40	0.00	0.00
其他应付款	748,191.94	527,923.25	325,528.94
一年内到期的非流动负债	166,621.86	124,502.81	87,415.00
其他流动负债	0.00	0.00	11.09
流动负债合计	1,094,293.83	838,892.29	586,564.57
长期借款	158,259.44	263,750.44	446,368.46
应付债券	180,000.00	270,000.00	345,829.10
长期应付款	81,279.52	0.00	5,000.00
专项应付款	366,467.65	300,926.52	219,877.76
非流动负债合计	786,006.62	834,676.97	1,017,075.32

负债合计	1,880,300.45	1,673,569.25	1,603,639.89
实收资本	97,253.67	97,253.67	97,253.67
资本公积	1,378,463.72	1,379,463.72	1,414,692.95
盈余公积	4,571.34	4,571.34	4,571.34
未分配利润	267,264.75	270,003.15	261,617.59
归属于母公司所有者权益合计	1,747,553.49	1,751,291.88	1,778,135.56
少数股东权益	11,296.41	12,975.86	6,200.28
所有者权益合计	1,758,849.89	1,764,267.74	1,784,335.84
负债和所有者权益总计	3,639,150.34	3,437,836.99	3,387,975.73

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	143,110.46	103,276.01	162,305.69
其中：主营业务收入	138,964.38	101,614.02	160,901.29
其他业务收入	4,146.08	1,661.99	1,404.40
二、营业总成本	134,577.65	94,445.16	158,536.55
其中：营业成本	124,487.68	84,027.12	135,659.89
税金及附加	897.61	1,164.24	1,424.20
销售费用	0.00	0.30	128.53
管理费用	7,949.26	7,611.73	19,380.33
财务费用	-127.42	-226.65	-539.90
资产减值损失	1,370.53	1,868.42	2,483.49
投资收益（损失以“-”号填列）	-913.77	2,257.09	2,212.25
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-913.77	2,257.09	2,212.25
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,619.04	11,087.94	5,981.39
加：营业外收入	28.07	758.57	16,919.00
其中：非流动资产处置利得	0.00	31.39	19.69
减：营业外支出	959.28	843.12	7,962.11
其中：非流动资产处置损失	0.00	52.12	2.16
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,687.83	11,003.38	14,938.28
减：所得税费用	3,395.68	2,642.25	7,963.24
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,292.15	8,361.14	6,975.04

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	4,929.69	7,491.93	43,154.98
收到的税费返还	43.31	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	336,028.06	474,318.00	142,629.47
经营活动现金流入小计	341,001.06	481,809.92	185,784.45
购买商品、接受劳务支付的现金	58,065.18	67,411.46	298,332.70
支付给职工以及为职工支付的现金	5,458.18	4,215.03	4,289.62
支付的各种税费	825.70	529.45	29,035.93
支付其他与经营活动有关的现金	205,399.29	346,497.80	225,963.16
经营活动现金流出小计	269,748.36	418,653.74	557,621.41
经营活动产生的现金流量净额	71,252.70	63,156.18	-371,836.96
二、投资活动产生的现金流量			
取得投资收益收到的现金	1,000.00	1,000.00	1,200.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	86.52	40.93
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	5,721.16	0.00
投资活动现金流入小计	1,000.00	6,807.68	1,240.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,330.37	1,416.11	32,586.31
投资支付的现金	500.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,830.37	1,416.11	32,586.31
投资活动产生的现金流量净额	-830.37	5,391.57	-31,345.38
三、筹资活动现金流量			
取得借款收到的现金	100,000.00	116,500.00	255,602.21
发行债券收到的现金	0.00	0.00	149,077.45
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	74,926.01	228,258.75
筹资活动现金流入小计	100,000.00	191,426.01	632,938.41
偿还债务支付的现金	170,699.93	217,559.50	146,157.86
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37,019.07	51,536.34	26,296.93
支付其他与筹资活动有关的现金	3,502.73	275.11	159,582.32
筹资活动现金流出小计	211,221.73	269,370.95	332,037.11
筹资活动产生的现金流量净额	-111,221.73	-77,944.94	300,901.30
四、现金及现金等价物净增加额	-40,799.40	-9,397.19	-102,281.03
加：期初现金及现金等价物余额	57,627.80	67,024.99	169,306.02
五、期末现金及现金等价物余额	16,828.40	57,627.80	67,024.99

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	3,292.15	8,361.14	6,975.04
加：资产减值准备	1,370.53	1,868.42	2,483.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,662.43	1,607.54	5,008.29
无形资产摊销	3,344.40	3,353.14	4,885.03
长期待摊费用摊销	20.10	24.65	26.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-9.74	21.08	-17.53
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	1.31	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	0.00	0.00	26,296.93
投资损失（收益以“-”号填列）	913.77	-2,257.09	-2,212.25
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-165.16	-287.76	-345.97
存货的减少（增加以“-”号填列）	72,838.71	29,874.78	-1,536.89
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-295,514.91	-187,687.86	-433,225.28
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	280,708.43	208,276.84	19,826.02
其他	1,791.98	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	71,252.70	63,156.18	-371,836.96

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	13.01%	18.64%	16.42%
EBITDA (万元)	12,714.76	15,988.71	24,858.90
EBITDA 利息保障倍数	1.12	0.80	1.04
收现比	0.03	0.07	0.27
资产负债率	51.67%	48.68%	47.33%
流动比率	2.76	3.34	4.66
速动比率	2.04	2.32	2.91
有息债务 (万元)	586,160.82	658,253.25	934,512.56
有息债务/EBITDA	46.10	41.17	37.59

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
迁安市城市建设投资发展有限公司	15,000.00	66.67%	城乡建设投资管理；房地产开发经营
迁安市通宇公路建筑有限公司	4,090.00	100.00%	道路施工
迁安市自来水公司	165.80	100.00%	自来水供应
迁安市城市污水处理有限公司	50.00	100.00%	污水处理
迁安市民用爆破器材专营公司	500.00	100.00%	民用爆破器材销售
迁安市鑫城物资贸易有限公司	500.00	100.00%	钢材、阀门、保温材料、五金交电批发

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 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	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 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。