

2015 年江油鸿飞投资(集团)有限公司

公司债券 2019 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：

2015年江油鸿飞投资（集团）有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【218】号 01

债券简称：15 江油债/PR
江油债

增信方式：
国有土地使用权抵押担保

债券剩余规模：
8.80 亿元

债券到期日期：
2022 年 09 月 02 日

债券偿还方式：
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

分析师

姓名：
李燃 刘诗华

电话：
0755-82879073

邮箱：
lir@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。

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

本期债券信用等级
发行主体长期信用等级
评级展望
评级日期

本次跟踪评级结果

AA+

AA

稳定

2019 年 06 月 12 日

上次信用评级结果

AA+

AA

稳定

2018 年 06 月 16 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 09 月 02 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务多元化程度较高，持续性仍较好，获得的外部的一定支持，并且国有土地使用权抵押担保的增信方式有效地提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，存在一定的或有负债风险，且未对本期债券抵押物进行跟踪价值评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年江油市实现 GDP 428.03 亿元，同比增长 9.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司部分业务在区域内具有很强的竞争力，且业务持续性较好。2018 年公司收入仍主要来源于工程项目、安装工程、天然气、自来水等业务，收入来源多元化程度较高，部分业务在区域内具有很强的竞争力，截至 2018 年末主要代建项目总投资额合计为 58.95 亿元，公司业务持续性较好。
- 公司获得外部的一定支持。公司作为江油市棚改项目主体和公共事业运营主体，一直受到当地政府支持，2018 年江油市政府向公司拨付专项资本金合计 4,300 万元，增加公司资本公积。江油市政府在财政补贴方面给予了公司一定支持，2018

年公司获得 3.83 亿元的补贴收入。

- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的安全性。**公司以评估价值 23.31 亿元（评估基准日：2015 年 2 月 28 日）的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 2.65 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。**2018 年公司资产以待开发土地、固定资产、在建工程以及其他应收款为主，整体变现能力较差，且受限资产账面价值为 80.74 亿元，占总资产比重为 44.83%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 43.81 亿元，随着后续在建项目的持续推动，还需投入大量建设资金，公司资金支出压力较大。
- **偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 84.73 亿元，占总负债 84.91%，资产负债率为 55.40%，EBITDA 利息保障倍数较低，2019 年需要偿还有息债务 28.66 亿元，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额 13.37 亿元，占期末净资产的 16.64%，占比相对较高，被担保方均为国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **未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，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 年以后，公司未按规定对本期债券抵押物价值进行重新评估。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,801,155.04	1,891,028.96	1,537,731.21
所有者权益	803,261.03	847,704.01	783,312.17
有息债务	847,264.54	908,979.97	637,111.53
资产负债率	55.40%	55.17%	49.06%
流动比率	5.30	6.80	7.67
营业收入	76,553.38	73,472.36	62,830.97
其他收益	35,032.56	33,635.99	-
营业外收入	4,444.90	382.68	24,931.52
利润总额	11,268.83	11,349.86	16,604.45

综合毛利率	13.27%	15.98%	16.47%
EBITDA	42,542.95	37,624.60	31,888.15
EBITDA 利息保障倍数	1.27	0.88	1.64
经营活动现金流净额	29,110.00	18,359.18	-129,287.38

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年09月02日发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划全部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2018年12月21日，本期债券募集资金专项账户余额为13.35万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，江油市国有资产监督管理委员会持有公司100%的股权，控股股东和实际控制人仍为江油市国有资产监督管理委员会。截至2019年4月末，公司注册资本和实收资本均为1.17亿元。

2018年公司主营业务未发生变化，仍为城市基础设施建设、燃气供应、公交运输、自来水供应、文化旅游、安装工程等业务。2018年11月26日，公司董事会成员发生变化，由金泓、钟明、刘虎、郭辉、林永学、罗长华、毛东贵7人变更为金泓、罗长华、张军、王永波、陈朝贵、刘虎6人。

绵阳华飞文化科技有限公司（以下简称“华飞公司”）原为公司与深圳华强方特文化科技有限公司（以下简称“华强方特”）合作开发“绵阳华夏历史文化科技产业园项目”而成立的项目公司，双方各出资5,000万元，分别持有该公司50%的股权，随着后续公司对华飞公司持续投入资金达104,445.91万元，2018年华飞公司注册资本变更为115,445.91万元，公司与华强方特分别持有华飞公司95.67%和4.33%的股份，公司将华飞公司纳入合并范围。2018年公司新增3家纳入合并范围的子公司（明细见表1）。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共15家（明细见附录二）。

表1 跟踪期内新纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	实收资本	主营业务	合并方式
绵阳华飞文化科技有限公司	95.67%	115,445.91	文化旅游服务	投资
江油鸿飞健康管理有限公司	100.00%	1,000.00	健康管理	新设
江油鸿飞大数据服务有限公司	100.00%	20.00	大数据服务	新设

资料来源：公司2018年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年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，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，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 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严

防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，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。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，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），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；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年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
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）	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出

	方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)		合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	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;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法依规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年江油市经济总量保持增长,增速有所提高

江油市是四川省绵阳市下辖的县级市,近年来江油市经济总量持续增长,增长速度有所提高。2018年,江油市地区生产总值为428.03亿元,增速为9.2%,高于全国平均水平;2018年人均GDP为54,264元,为全国人均GDP的83.94%。

从结构看,2018年江油市第三产业占GDP比重最高,对经济贡献度较大,而且第三产业增速较快,三次产业构成由2017年的11.9: 38.7: 49.4调整为2018年的11.0: 38.5: 50.5。工业方面,2018年全市工业总产值过亿元的企业119户,完成产值411.29亿元,占总产值比重88%,其中产值过5亿元的企业19户,完成总产值182.65亿元;产值过10亿元的企业4户,完成总产值81.78亿元。以冶金机械、建材、食品医药和能源业为主的支柱产业分别完成总产值176.3亿元、76.92亿元、52.38亿元和21.07亿元,占总产值比重分别为37.7%、16.5%、11.2%和4.5%,四大支柱产业产值占比69.9%。2018年,全市工业增加值增长11.5%,增速相较于2017年略有提高。2018年江油市固定资产投资规模持续增加,由于统计口径的

变化，投资额增长14.6%达到191.11亿元，其中工业投资59.35亿元，下降7.2%；按产业分，第一产业投资7.2亿元，增长55.7%；第二产业投资59.53亿元，下降7.1%；第三产业投资124.39亿元，增长26.8%；民间投资105.03亿元，增长38%，占投资比重为55%，同比提升8.2个百分点。

2018年，江油市实现社会消费品零售总额167.6亿元，由于统计口径的变化，同比增长12.1%，城镇实现零售额77.28亿元，增长12.2%；按消费形态分：实现餐饮收入30.41亿元，增长11.6%；实现商品零售137.19亿元，增长12.1%。

表3 2017-2018年江油市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	428.03	9.2%	384.60	9.2%
第一产业增加值	47.25	3.8%	45.73	4.0%
第二产业增加值	164.74	9.3%	148.99	9.0%
第三产业增加值	216.04	10.3%	189.88	10.6%
工业增加值	-	11.5%	166.91	11.2%
固定资产投资	191.11	14.6%	218.10	19.1%
社会消费品零售总额	167.6	12.1%	184.46	12.6%
存款余额	522.22	7.2%	487.00	6.7%
贷款余额	263.56	17.4%	224.59	15.1%
人均GDP（元）		54,264		48,542
人均GDP/全国人均GDP		83.94%		81.36%

注：地区生产总值增长率按可比价格计算，2018年社会消费品零售总额、固定资产投资统计口径发生变化。资料来源：2017-2018年江油市国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告，中证鹏元整理

2018年江油市实现一般公共预算收入20.80亿元，同比增长9.1%，其中税收收入10.12亿元，占公共财政收入比重为48.64%；实现政府性基金收入30.03亿元，同比增长69.8%；同期江油市一般公共预算支出为50.89亿元，同比增长15.2%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为40.87%。

四、经营与竞争

公司系江油市重要的基础设施建设和运营主体。业务来源仍主要为工程项目、天然气、安装工程和销售业务，其中，工程项目、天然气和安装工程业务在区域内具有很强的竞争力。2018年公司实现营业收入为76,553.38万元，同比增加4.19%。具体来看，销售业务收入大幅增长至2.22亿元，同比增长153.80%，主要系2017年4月后相关经营活动才逐步展开，

基数较低所致；供水供气收入虽有所增长，但受工程进度较慢和房地产市场景气度影响，工程项目收入和安装工程收入都出现了负增长的情况。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为13.27%，同比下降2.71个百分点，主要系综合毛利率较低的销售业务收入大幅增加所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安装工程	10,967.56	48.26%	11,181.71	45.79%
天然气	17,276.55	10.76%	14,767.90	16.08%
销售	22,216.53	3.96%	8,753.56	7.85%
工程项目	12,789.27	13.79%	24,251.60	12.63%
自来水	4,016.25	14.81%	3,903.95	16.67%
公交营运	3,076.74	-13.28%	3,499.56	-14.46%
其他收入	6,210.47	2.80%	7,114.08	4.92%
合计	76,553.38	13.27%	73,472.36	15.98%

注：其他收入中包含了租赁、代理及维修、垃圾处理、安置房销售、检验费、驾考、劳务服务收入、土地收益、污水处理、旅游和管理费收入。

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司代建项目规模较大，业务持续性较好，但未来需投入的金额较大，存在较大的资金压力

公司负责江油市部分道路、保障房及其他基础设施建设。公司就具体项目与相关业主签订委托代建协议书，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收入。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。截至2018年末江油市危旧房棚户区改造项目一期项目已确认回购收入合计7.87亿元，按照协议未来还将持续获得回购收入6.90亿元。江油市危旧房棚户区改造项目二期由于主体施工未开始，故一直未回购。

表5 15江油债募投项目已回购明细（单位：万元）

年度	项目名称	确认成本	管理费	确认收入
2015年	江油市危旧房棚户区改造（一期）	30,835.00	4,799.00	35,634.00
2016年	江油市危旧房棚户区改造项目（一期）	8,025.86	822.64	9,148.50
2017年	江油市危旧房棚户区改造项目（一期）	18,203.73	2,912.60	21,116.33
2018年	江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）	11,025.24	1,764.03	12,789.27

合计	-	68,089.83	10,298.27	78,688.10
----	---	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司提供

2018年江油市财政局依据工程造价及工程监理报告和公司间接投入资金情况，结算公司投资成本1.10亿元，确认工程项目收入1.28亿元，毛利率为13.79%。主要为结算江油危旧房棚户区改造项目（一期）投资成本及其管理费。

截至2018年底，公司主要在建及拟建项目预计总投资为88.95亿元，已投资45.14亿元，尚需投资43.81亿元。其中“15江油债”募投项目江油市危旧房棚户区改造项目为回购项目，公司代建项目总投资额合计为58.95亿元，对公司未来工程建设收入有一定的保障，但未来大规模的投资额也使得公司面临较大的资金压力。

公司与华强方特合作开发“绵阳华夏历史文化科技产业园项目”（以下简称“科技产业园项目”），该园区主要建设内容包括七大特色园区的文化科技产业园及游乐设施等，总投资为14.59亿元，建设用地面积为580亩。另外，公司投资建设了绵阳华夏历史文明传承主题园项目（以下简称“传承主题园项目”），该项目主要为科技产业园配套基础设施，包括员工宿舍、商铺、文娱设施、停车场等，总投资为14.25亿元，建筑用地面积为420亩。截止2018年末以上两个项目公司累计已投入21.57亿元，预计将于2019年底完工，2020年投入运营。预计公司未来将产生旅游门票收入，但科技产业园项目和传承主题园项目主要靠门票收入和附带旅游产业收入，受游客量的影响较大，业务收入存在一定的不确定性。

表6 截至2018年12月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	建造模式
绵阳华夏历史文化科技产业园	145,900.00	115,445.91	自建
绵阳华夏历史文明传承主题园	142,500.00	100,295.76	自建
江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）*	140,622.00	104,089.83	代建
双喻.会合片区棚户区改造项目	138,700.00	14,352.89	代建
江油市危旧房棚户区改造建设项目（二期）*	112,213.00	21,000.00	代建
江油市河西片区基础设施项目	76,525.00	24,741.05	代建
江彰大道北段道路建设工程	75,008.43	50,143.36	代建
江油市太平镇五星村、德胜村、新华村土地整理项目配套农民安置房建设项目	30,845.42	13,295.88	代建
江油河南工业园新居工程	15,634.87	8,050.92	代建
第三批乡镇污水处理厂建设项目	11,573.46	18.49	自建
合计	889,522.18	451,434.09	-

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2018年燃气用户量上升导致天然气使用量增加，天然气收入保持增长

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。燃气分公司组建于1986年，近两年供气区域保持不变。价格方面，根据江发改【2018】543号文件，居民用燃气价格提高至2.14元/立方米；公司对非居民燃气价格的调整具有自主权，但需报备于有关部门，非居民用天然气包括工业用气、非居生活用气和转供CNG（压缩天然气）三部分的价格，2018年均有一定程度的上升。2018年公司拥有各类用户16.98万户，全年供气量为7,645.15万立方米，同比增长9.12%，主要系居民用气户数的增加所致。2018年，受天然气用户量增加和燃气价格上升的作用，公司实现天然气收入为1.73亿元，同比增长16.99%，2018年天然气业务毛利率由16.08%下降至10.76%，其主要系公司购气成本大幅增加，同时人工维护成本增加所致。

表7 2017-2018年公司天然气业务主要情况

项目	2018年	2017年
配气站数量（座）	3	3
供气管网长度（公里）	493.00	477.00
燃气用户数量（万户）	16.98	16.18
供气量（万立方米）	7,645.15	7,005.97
江油市城区气化率	94.5%	93%
居民用燃气价格（元/立方米）	2.14	1.95
非居民用燃气价格（元/立方米）	3.10	2.55

注：燃气价格采用阶梯定价，此处燃气价格为基础燃气价格，随燃气使用量的增加，价格逐级递增；2018年非居民燃气价格经过两次调整，价格最终确定为3.10元。

资料来源：公司提供

未来自来水收入可持续性较好，毛利率仍维持在较高水平

公司自来水业务由公司下设的水务分公司负责，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。2018年，水务分公司现拥有水厂3座，日供水能力约15万立方米，2018年供水量为2,599.53万立方米，较上年小幅上升。2018年，公司自来水用户约15.50万户，供水人口约39.00万人，相比于2017年用户量持续增长。

2018年居民及非居民用水价格均维持稳定，居民用水价格仍为2.79元/立方米，非居民用水价格由仍为3.73元/立方米；售水量为1,928.71万立方米，比2017年增加128.71万立方米，实现自来水收入4,016.25万元，同比增长2.88%。2018年因维护支出增加，导致自来水业务的毛利率降至14.81%，相比上年小幅下降1.86个百分点。总体而言，公司的自来水业务属于公共事业性质，2018年该业务的盈利能力仍较稳定。

表8 2017-2018 年公司自来水业务情况

项目	2018 年	2017 年
水厂数量 (个)	3	3
供水量 (万立方米)	2,599.53	2,562.00
管网漏损率	25.81%	29.74%
售水量 (万立方米)	1,928.71	1,800.00
日供水能力 (万立方米)	15.00	15.00
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)	3.73	3.73

注：用水价格均包括污水处理费。

资料来源：公司提供

表9 截至 2018 年末公司拥有的水厂情况

水厂名称	日供水能力 (万立方米)
二水厂	10
城南水厂	4
马角水厂	1
合计	15

资料来源：公司提供

2018年公司安装工程收入有所下降，未来收入情况易受房地产市场波动的影响

公司的安装工程主要是对供水和燃气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。由于江油市近两年新完结楼盘较多，而实际安装与工程结算存在时间差，竣工后确认安装收入，但部分成本随工程进度已于以前年度摊销，导致近两年毛利率较高。由于2018年自来水和天然气管道安装户数均出现了不同程度的下降，所以2018年公司安装工程收入为1.10亿元，同比下降1.92%，毛利率为48.26%。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10 2017-2018 年公司工程安装维修业务相关业务数据

项目	2018 年	2017 年
当年天然气管道铺设长度 (千米)	16	12
当年天然气安装户数 (户)	6,094	6,251
当年自来水管管道铺设长度 (千米)	25	19
当年自来水安装户数 (户)	9,773	10,217

注：管道和管网均为土地整理时同步铺设，与小区建设及燃气安装的管道不同，与天然气和供水安装户数无联系。

资料来源：公司提供

公司销售业务快速增长，对收入增长贡献较大

公司销售业务为子公司江油市妥鸿商贸有限公司的主营业务，2018年该业务收入为2.22亿元，同比增加153.80%，主要系2017年4月后相关经营活动才逐步展开，基数较低所致。销售业务收入的快速增长促使了营业收入在其他收入下降的情况下仍同比上升4.19%，该销售业务的营业模式主要是：公司采购水泥、煤炭和钢材等货物，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。在毛利率方面，2018年该业务毛利率为3.96%，同比下降3.89个百分点，毛利率较低，该项业务盈利能力较弱。

表11 2018年公司销售业务数据

商品名称	销售单价（元/吨）	销售收入（万元）
水泥	333.89	12,139.29
煤炭	580.29	4,580.66
钢材	3,912.48	3,311.91
其他	-	2,184.67
合计	-	22,216.53

资料来源：公司提供

跟踪期公司继续获得外部的一定支持

在财政补贴方面，根据“江财函（2018）31号、江财函（2018）32号、江财函（2018）33号、江财函（2018）34号和江财函（2018）22号”文件，2018年公司共获得政府补助3.83亿元，补助的性质为基础设施建设补贴、工程项目贴息和补贴、燃气工程建设补贴、公交运营补贴等方面。

在资产注入方面，2018年政府向公司拨付西成客专投资款和资本金合计4,300万元，增加公司资本公积。根据政府批准，公司变更部分土地使用权类型，增值4,244.49万元，增加公司资本公积，未带来现金流入。政府补缴以前年度政府划拨土地的土地出让金2,669.12万元，增加资本公积2,669.12万元。

根据江府函【2018】43号文件，公司被调减5块土地，减少资本公积5.44亿元。根据江国资办【2018】97号文件，江油市青莲竹园文化旅游开发有限公司股权被划转至其他公司，资本公积减少4,898.01万元。

表12 2018年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、财政补贴		
序号	补贴金额	依据文件
1	5,094.53	江财函（2018）31号

2	10,164.45	江财函(2018)32号
3	16,406.60	江财函(2018)33号
4	878.49	江财函(2018)34号
5	2,488.49	江油市财政局江财投[2011]13号等文件
6	3,232.42	-
合计	38,264.98	
2、其他		
1	1,000.00	西成客专投资款
2	3,300.00	专项资金
3	4,244.49	土地用途变更增值
合计	8,544.49	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

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）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并范围变化情况如表1所示，纳入公司合并范围子公司共15家，明细见附录二。

资产结构与质量

公司总资产规模小幅下降，开发成本、待开发土地等存货占比较高，资产流动性较弱。2018年末公司资产规模为180.12亿元，同比减少4.75%，主要是受公司偿还部分负债和所有者权益减少的影响。从资产结构来看，2018年末流动资产和非流动资产分别占总资产比重为64.78%和35.22%，资产仍以流动资产为主。

流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。2018年末，公司货币资金余额2.94亿元，同比大幅减少79.12%，主要系公司偿还部分借款和工程投入资金增加所致，货币资金无使用权受限的情况。2018年末公司应收账款账面价值为4.05亿元，同比增加47.82%，主要系应收江油市财政局工程款增加所致，主要欠款方为江油市财政局应付公司3.61亿元工程款和四川南川物贸有限公司2,840.09万元货款等，前五大欠款方合计占应收账款账面余额的97.08%。2018年末，公司其他应收款账面价值为6.98亿元，同比下降50.15%，主要是回收代垫项目款以及往来款所致；主要欠款单位分别为应收江油工业园

区管理委员会3.21亿元往来款、应收江油市九绵高速（江油段）建设协调指挥部2.40亿元往来款、应收江油市工业投资建设有限公司1.22亿元往来款等，前五大其他应收款余额占其他应收款总额的98.13%，欠款单位主要为政府部门和国有企业。

2018年末存货账面价值为99.06亿元，占总资产比重为55.00%，存货中主要为待开发土地和开发成本，其中待开发土地有117宗，账面价值为85.11亿元，同比减少3.29%，主要系公司核减5宗土地和补缴土地出让金2,669.12万元，同时变更1宗土地使用权用途增值所致，此外，公司有73宗账面价值合计65.77亿元的待开发土地已抵押，占总资产比重为36.52%；开发成本主要为公司尚未完工的工程项目，2018年末开发成本账面价值为13.55亿元，其中主要工程为江油河南工业园新居工程（0.81亿元）、江油市太平镇土地整理项目配套农民安置房建设项目（1.33亿元）、江彰大道北段道路建设工程（5.01亿元）、江油市河西片区基础设施项目（2.47亿元）。

非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程组成。截至2018年末公司可供出售金融资产账面价值为3.72亿元，可供出售金融资产中投资金额较大的为四川西成客专投资有限责任公司、江油市博华文化旅游开发中心（有限合伙），持股比例分别为18.70%和11.01%。截至2018年末长期股权投资账面价值为0.51亿元，较之2017年大幅下降95.32%，主要系公司持有华飞公司（账面价值9.89亿元）股份由50%增加至95.67%，而将其纳入合并范围所致。截至2018年末公司固定资产账面价值为25.64亿元，占总资产比重为14.24%，主要以房屋建筑物为主，公司的房屋建筑物中有14.60亿元处于抵押状态。截至2018年末在建工程账面价值为19.23亿元，同比大幅增加26.95%，2018年大幅增加的原因是对工业园污水项目增加2,427.33万元投入、绵阳华夏历史文明传承主题园工程增加6,774.55万元投入、大康生态旅游特色小镇增加2,439.78万元投入、方特文化城项目增加2.26亿元投入。2018年末公司无形资产账面价值为10.36亿元，同比增加9.69亿元，主要系合并华飞公司而增加土地使用权8.64亿元和增加污水处理厂特许经营权1.10亿元所致。

总体来看，2018年末公司资产以待开发土地、固定资产、在建工程以及应收款项为主，且受限资产账面价值为80.74亿元，占总资产比重为44.83%，资产整体流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,415.46	1.63%	140,845.67	7.45%
应收票据及应收账款	40,637.35	2.26%	27,498.53	1.45%

其他应收款	69,804.22	3.88%	140,031.61	7.41%
存货	990,599.70	55.00%	961,410.70	50.84%
流动资产合计	1,166,751.73	64.78%	1,289,185.80	68.17%
可供出售金融资产	37,244.58	2.07%	36,244.58	1.92%
长期股权投资	5,098.87	0.28%	108,992.29	5.76%
固定资产	256,415.47	14.24%	260,717.58	13.79%
在建工程	192,288.03	10.68%	151,472.81	8.01%
无形资产	103,622.10	5.75%	6,743.46	0.36%
非流动资产合计	634,403.31	35.22%	601,843.16	31.83%
资产总计	1,801,155.04	100.00%	1,891,028.96	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

表14 截至 2018 年末公司受限资产明细（单位：万元）

受限资产类别	账面价值	占总资产比重	受限原因
存货—待开发土地	657,709.63	36.52%	抵押
房屋建筑物	145,990.40	8.11%	抵押
无形资产	3,710.53	0.21%	抵押
合计	807,410.56	44.83%	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入有所增长，未来收入较有保障，政府补助对公司利润贡献很大

2018年，公司业务仍以工程项目、安装工程、供水供气、公交运营等业务为主，营业收入为7.66亿元，同比增加4.19%，2018年商品销售业务收入大幅增加153.80%至2.22亿元，对整体营收增加贡献很大，2018年工程项目收入大幅下降47.26%。综合毛利率为13.27%，同比下降2.71个百分点，主要系2018年商品销售业务收入大幅增加的同时毛利率下降所致。

2018年公司获得政府补贴金额合计3.83亿元，公司利润总额为1.13亿元，政府补贴为利润总额的3.40倍，政府补助对公司利润贡献很大。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	76,553.38	73,472.36
其他收益	35,032.56	33,635.99
营业利润	7,551.14	11,067.23
营业外收入	4,444.90	382.68

利润总额	11,268.83	11,349.86
综合毛利率	13.27%	15.98%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动收现能力有所增强，投资持续大额净流出，未来融资压力仍较大

2018年公司收现比为1.05，较之2017年有所改善，经营活动收现能力有所增强。2018年由于公司现金回收能力有所上升和往来款流入增加导致现金流入有所增加，所以公司经营性现金流量净流入2.91亿元。

2018年，投资活动现金流净流出4.27亿元，主要系公司工程项目投入较多所致。2018年筹资活动现金流净流出7.79亿元，在筹资活动现金流入方面，对外筹资力度仍较大，通过银行借款16.21亿元，通过信托融资等方式借款5.42亿元；在筹资活动现金流出方面，2018年偿还银行借款和支付利息的现金为17.21亿元，偿还融资租赁借款及信托借款合计12.64亿元。截至2018年底，公司主要在建及拟建项目尚需投资43.81亿元，未来公司融资压力仍然较大。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.05	0.75
销售商品、提供劳务收到的现金	80,321.40	54,887.83
收到的其他与经营活动有关的现金	174,501.42	127,874.00
经营活动现金流入小计	254,822.81	182,761.83
购买商品、接受劳务支付的现金	132,812.68	62,128.32
支付的其他与经营活动有关的现金	77,256.26	88,000.52
经营活动现金流出小计	225,712.81	164,402.65
经营活动产生的现金流量净额	29,110.00	18,359.18
投资活动产生的现金流量净额	-42,650.95	-257,550.29
筹资活动产生的现金流量净额	-77,889.27	229,908.58
现金及现金等价物净增加额	-91,430.21	-9,282.52

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模减小，但偿债压力仍较大

2018年公司负债总额小幅下降4.35%，所有者权益同比减少5.24%，负债与所有者权益

比率上升为124.23%，所有者权益对负债的保障程度较低。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	997,894.01	1,043,324.95
所有者权益	803,261.03	847,704.01
产权比率	124.23%	123.08%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成看，2018年公司流动负债与非流动负债占比分别为22.08%和77.92%，仍以非流动负债为主。

2018年公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末短期借款为10.00亿元，包括抵押借款8.31亿元、保证借款1.12亿元和质押借款0.58亿元。截至2018年末其他应付款余额为4.66亿元，较上年增加10.89%，主要为应付江油市创元开发建设投资公司及其他单位和个人的往来款，均为无息债务。

2018年末公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款构成。2018年末长期借款余额为26.28亿元，其中包括保证借款3.48亿元、抵押借款3.49亿元、信用借款4.45亿元和质押借款14.86亿元，2018年新增两笔质押借款，分别为向乐山商业银行借款3.95亿元和向中国农业发展银行借款1.21亿元。2018年末应付债券余额为18.44亿元，主要包括“15江油债”8.80亿元本金、资产支持证券（鸿飞01、鸿飞02、鸿飞03、鸿飞04、鸿飞次级）1.80亿元本金及“16江油01”和“16江油02”合计8亿元本金，均采用了抵押担保。截至2018年末长期应付款为29.20亿元，相比2017年减少18.01%，主要为有息的长期应付款和专项应付款，有息的长期应付款资金成本相对较高，其中主要为融资租赁7.26亿元、委托贷款5.55亿元、信托计划和定向资产管理计划13.93亿元；专项应付款为2.50亿元，其为政府专项资金，专款专用，不形成有息债务。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,002.00	10.02%	98,248.00	9.42%
其他应付款	46,617.69	4.67%	42,039.16	4.03%
一年内到期的非流动负债	34,288.00	3.44%	9,000.00	0.86%
流动负债合计	220,317.47	22.08%	189,627.90	18.18%
长期借款	262,755.00	26.33%	253,623.00	24.31%
应付债券	184,362.04	18.48%	213,666.20	20.48%

长期应付款	291,982.41	29.26%	356,110.92	34.13%
非流动负债合计	777,576.54	77.92%	853,697.05	81.82%
负债合计	997,894.01	100.00%	1,043,324.95	100.00%
其中：有息债务	847,264.54	84.91%	908,979.97	87.12%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司有息债务由短期借款、长期借款、应付债券和带息的长期应付款组成，有息债务总额为84.73亿元，占总负债比重为84.91%，规模依然很大。根据公司有关有息债务偿还计划，2019-2020年需要偿还45.52亿元，面临较大的集中偿付压力。

表19 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	286,604.98	168,626.81	161,602.56	230,430.19

资料来源：公司提供

2018年末公司资产负债率为55.40%，流动比率和速动比率由2017年的6.80和1.73分别下降至5.30和0.80，短期偿债能力下降，同时考虑到流动资产以待开发土地为主，且待开发土地中大部分已抵押，实际资产流动性较弱，削弱了对短期债务偿付的保障程度。

2018年公司EBITDA规模有所提高，由2017年的37,624.60万元提高至2018年的42,542.95万元，增长幅度为13.07%，EBITDA利息保障倍数有所升高，由2017年的0.88上升为2018年的1.27。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	55.40%	55.17%
流动比率	5.30	6.80
速动比率	0.80	1.73
EBITDA（万元）	42,542.95	37,624.60
EBITDA 利息保障倍数	1.27	0.88
有息债务/EBITDA	19.92	24.16

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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2.65。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21 本期债券用于抵押增信的土地使用权情况（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
合计		-	-	1,135,945.09	233,140.35	2,052.39

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2019年4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。

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（自主查询版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月5日），公司本部存在一笔欠息，2018年10月20日，公司应付乐山市商业银行股份有限公司绵阳分行（以下简称“乐山市商业银行”）一笔利息未支付，根据乐山市商业银行出具的欠息说明，公司已于2018年10月22日支付该笔欠息，欠息非公司主观恶意拖欠所致；除此之外，不存在未结清不良类信贷记录，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

公司存在一定或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额合计133,669.92万元，占期末净资产的16.64%，占比相对较高，被担保方均为国有企业，但均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表22 截至2018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	46,000.00	2025/5/22	无
江油城市投资发展有限公司	20,000.00	2021/11/16	无
江油城市投资发展有限公司	17,817.80	2021/11/9	无
江油城市投资发展有限公司	15,000.00	2021/6/2	无
江油城市投资发展有限公司	14,000.00	2020/10/26	无
江油城市投资发展有限公司	11,882.12	2021/8/26	无
江油城市投资发展有限公司	5,890.00	2022/1/25	无
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	480.00	2019/8/15	无
江油城市投资发展有限公司	2,600.00	2019/1/18	无
合计	133,669.92	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年江油市地方经济总量保持较快增长；公司收入来源多元化程度较高，部分业务在区域内具有很强的竞争力，且持续性较好；同时获得外部的一定支持；并且以评估价值23.31亿元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2.65倍，仍能有效提升本期债券的安全性，但2015年以后，公司未按规定对本期债券抵押物价值进行

重新评估。

同时我们也关注到，截至2018年末公司主要在建及拟建项目尚需投入43.81亿元，面临较大的资金压力；资产以存货和应收款项为主，且受限资产规模占总资产比重为44.83%，资产流动性较弱；有息债务规模达84.73亿元，资产负债率达55.40%，存在较大的偿债压力；对外担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	29,415.46	140,845.67	130,128.19
应收票据及应收账款	40,637.35	27,498.53	2,573.99
其他应收款	69,804.22	140,031.61	210,911.45
存货	990,599.70	961,410.70	807,115.02
流动资产合计	1,166,751.73	1,289,185.80	1,164,640.78
可供出售金融资产	37,244.58	36,244.58	19,896.80
长期股权投资	5,098.87	108,992.29	81,763.49
固定资产	256,415.47	260,717.58	251,518.70
在建工程	192,288.03	151,472.81	14,250.47
无形资产	103,622.10	6,743.46	4,700.00
非流动资产合计	634,403.31	601,843.16	373,090.43
资产总计	1,801,155.04	1,891,028.96	1,537,731.21
短期借款	100,002.00	98,248.00	85,930.00
其他应付款	46,617.69	42,039.16	50,048.42
一年内到期的非流动负债	34,288.00	9,000.00	0.00
流动负债合计	220,317.47	189,627.90	151,777.89
长期借款	262,755.00	253,623.00	90,395.00
应付债券	184,362.04	213,666.20	221,010.92
长期应付款	291,982.41	356,110.92	239,775.61
非流动负债合计	777,576.54	853,697.05	602,641.15
负债合计	997,894.01	1,043,324.95	754,419.04
其中：有息债务	847,264.54	908,979.97	637,111.53
所有者权益	803,261.03	847,704.01	783,312.17
营业收入	76,553.38	73,472.36	62,830.97
其他收益	35,032.56	33,635.99	-
营业利润	7,551.14	11,067.23	-8,238.41
营业外收入	4,444.90	382.68	24,931.52
净利润	10,765.31	10,944.61	15,793.76
经营活动产生的现金流量净额	29,110.00	18,359.18	-129,287.38
投资活动产生的现金流量净额	-42,650.95	-257,550.29	-143,046.32
筹资活动产生的现金流量净额	-77,889.27	229,908.58	343,563.85
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	13.27%	15.98%	16.47%

收现比	1.05	0.75	0.57
产权比率	124.23%	123.08%	96.31%
资产负债率	55.40%	55.17%	49.06%
流动比率	5.30	6.80	7.67
速动比率	0.80	1.73	2.36
EBITDA（万元）	42,542.95	37,624.60	31,888.15
EBITDA 利息保障倍数	1.27	0.88	1.64
有息债务/EBITDA	19.92	24.16	19.98

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，2017-2018 年长期应付款中包含了专项应付款。
资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	实收资本（万元）	持股比例	主营业务
江油鸿飞旅游出租车经营有限公司	100.00	100%	出租车运营
江油市鸿飞市场监督管理有限公司	50.00	100%	市场监督管理
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

资料来源：公司 2018 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 $\times 100\%$
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	短期借款+ 1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（有息部分）

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。