

2014 年内蒙古盛祥投资有限公司
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：

2014 年内蒙古盛祥投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【523】号 01

债券简称：14 蒙盛祥债
/PR 蒙盛祥

增信方式：保证担保

担保主体：东北中小企
业信用再担保股份有限
公司

债券剩余规模：4.20 亿
元

债券到期日期：2021 年
08 月 21 日

债券偿还方式：按年付
息，存续期内第 3-7 个计
息年度分别偿还本期债
券发行总额的 20%

分析师

姓名：
刘玮 王贞庭

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@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

	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	2019 年 06 月 21 日	2018 年 06 月 27 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”）对内蒙古盛祥投资有限公司（以下简称“内蒙盛祥”或“公司”）及其 2014 年 8 月 21 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，公司继续得到了较大力度的外部支持，并且东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“东北再担保”）提供的保证担保有效的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，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年巴彦淖尔市实现地区生产总值 813.1 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.3%，区域经济有所增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年股东在资产注入等方面给予了公司一定支持，注入给排水设备及管网资产合计 58,183.67 万元；此外，2018 年公司获得专项补贴和供水工程财政贴息合计 18,400.00 万元。
- 东北再担保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。经中证鹏元评定，东北再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有效提升了本期债券信用水平。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以流动性较弱的项目成本、土地和固定资产为主，且应收款项规模较大，对资金形成较大占用，且账面价值 259,524.05 万元的资产使用受限，占总资产的 32.98%，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 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 19.68 亿元，资金支出压力较大。
- **公司偿债压力加大。**2018 年末公司有息债务为 13.63 亿元，同比增长 16.88%，同期 EBITDA 对有息债务本息的保障程度有所下降，偿债压力加大。
- **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 45,500.00 万元，占 2018 年末净资产的比重为 7.55%，其中包括对民营企业的担保 1,500.00 万元，存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	786,985.67	688,246.15	641,302.83
所有者权益	602,402.03	535,560.01	465,596.64
有息债务	136,329.81	116,640.28	82,263.33
资产负债率	23.45%	22.18%	27.40%
流动比率	5.27	6.27	5.03
营业收入	47,645.00	53,000.19	55,747.06
其他收益	18,400.00	16,837.11	0.00
营业外收入	148.91	13.19	14,731.21
利润总额	8,470.63	10,061.15	11,126.12
综合毛利率	14.10%	15.31%	15.59%
EBITDA	31,216.41	22,943.13	20,369.25
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.79	2.85
经营活动现金流净额	11,918.59	-29,450.27	6,768.02

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	622,782.90	481,810.61	476,186.46

所有者权益	335,916.96	321,153.11	331,028.45
在保责任余额（亿元）	-	250.84	299.73
风险准备金覆盖率	-	413.70%	676.82%
净资产放大倍数（倍）	-	7.81	9.05
累计代偿率	-	0.36%	0.26%

资料来源：东北再担保2017-2018年审计报告及东北再担保提供，中证鹏元整理

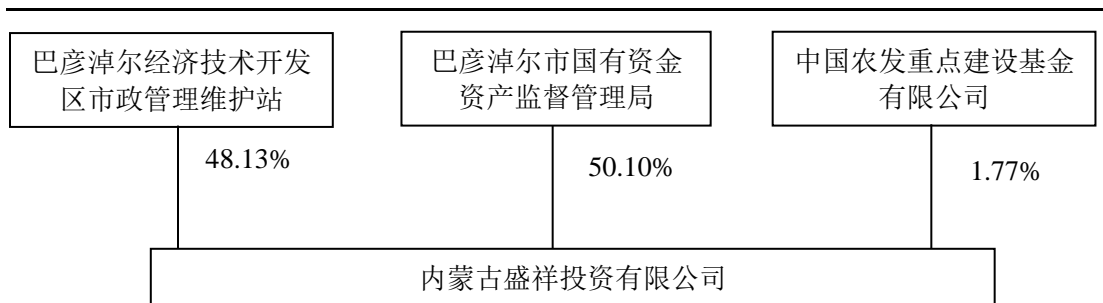
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年08月21日发行7年期7亿元公司债券，募集资金原计划用于巴彦淖尔市临河东城区污水处理厂一期工程项目、临河东城区污水处理厂二期工程项目、临河东区供水工程项目、芙蓉园公共租赁住房项目、新华东街延伸线新建道路、巴彦淖尔经济技术开发区道路及园林绿化配套工程。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0。

二、发行主体概况

2018年公司名称、主要业务未发生变化，中国农发重点建设基金有限公司于2016年与公司签订投资合同，向公司注入资金1,000万元，公司于2018年4月完成工商变更，注册资本增加至56,500.00万元，其中巴彦淖尔市国有资产监督管理局持股比例为50.10%，仍为公司控股股东及实际控制人。2018年公司合并范围未发生变化，2018年末纳入合并范围的子公司仍为4家。

图 1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

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 1 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 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

巴彦淖尔市经济保持增长，但固定资产投资大幅下滑

2018 年巴彦淖尔市实现地区生产总值 813.1 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.3%，增速略有回升。其中第一产业增加值 184.3 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 309.5 亿元，同比增长 2.3%；第三产业增加值 319.3 亿元，同比增长 9.1%，增速较快。三次产业结构由 2017 年的 21.5：39.5：39.0 调整为 2018 年的 22.7：38.1：39.3，第三产业占比上升。2018 年巴彦淖尔市人均地区生产总值 48,193 元，为同期全国人均 GDP 的 74.55%。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，巴彦淖尔市固定资产投资大幅下滑，消费和进出口继续增长。2018 年巴彦淖尔市固定资产投资增速为-23.5%。2018 年巴彦淖尔市房地产开发投资为 48.5 亿元，同比增长 47.5%。其中，住宅投资 39.6 亿元，同比增长 65.3%；商业营业用房投资 6.5 亿元，同比下降 2.4%。2018 年实现商品房销售额 44.2 亿元，同比下降 9.5%，其中住宅销售额 38.4 亿元，同比下降 4.8%。2018 年巴彦淖尔市实现社会消费品零售总额 296.2 亿元，同比增长 7.1%。同期进出口总额为 245.6 亿元，同比增长 28.7%。

表 2 巴彦淖尔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)	813.1	5.3%	740.1	3.7%
第一产业增加值	184.3	3.7%	158.9	5.2%
第二产业增加值	309.5	2.3%	292.3	-1.3%
第三产业增加值	319.3	9.1%	288.9	8.0%

工业增加值	241.6	3.0%	227.3	1.3%
固定资产投资	-	-23.5%	650.2	-11.5%
社会消费品零售总额	296.2	7.1%	278.1	7.9%
进出口总额	245.6	28.7%	28.1 (亿美元)	41.0%
存款余额	1,046.2	8.2%	966.7	3.2%
贷款余额	885.5	3.6%	855.2	12.6%
人均 GDP (元)		48,193		43,949
人均 GDP/全国人均 GDP		74.55%		73.67%

资料来源：2017-2018 年巴彦淖尔市统计公报，中证鹏元整理

根据巴彦淖尔经济技术开发区综合经济发展局提供数据，2018 年巴彦淖尔市经济开发区实现规模以上工业总产值 151.92 亿元，同比增长 12.1%；实现规模以上工业增加值 42.54 亿元，可比增速 9%；完成固定资产投资 16.20 亿元；其中主要产业农畜产品加工、制药工业、电力工业、冶金及装备制造业和新型建材及其他工业分别完成工业总产值 57.96 亿元、56.74 亿元、7.44 亿元、28.06 亿元和 1.73 亿元，增速分别为-9.5%、39.5%、30.3%、8.5%和 16.6%。

2018年巴彦淖尔市实现财政预算收入55.5亿元，同比下降3.0%，其中税收收入42.5亿元，占公共财政收入比重为76.58%，实现政府性基金收入17亿元，同比增长212.2%；同期巴彦淖尔市公共财政支出为266.7亿元，同比增长8.2%，财政自给率为20.81%。

根据巴彦淖尔市经济技术开发区财政局提供数据，2018年巴彦淖尔市经济技术开发区实现一般公共预算收入5.64亿元，同比增长0.36%，其中税收收入5.02亿元，占比89.01%；实现政府性基金收入1.56亿元；同期巴彦淖尔市经济技术开发区一般公共预算支出5.92亿元，财政自给率95.27%。

四、经营与竞争

公司收入仍主要来源于市政工程项目代建、污水处理及自来水收费和园区维护等业务，其中市政工程项目代建收入仍是公司最主要的收入来源。随着公司市政工程项目确认收入减少，2018年公司实现营业收入4.76亿元，同比下降10.10%。毛利率方面，受盈利能力较强的市政工程业务占比下降及园区维护业务大幅亏损影响，2018年公司综合毛利率同比下降1.21个百分点，为14.10%。

表 3 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

市政工程项目	30,408.74	22.33%	39,582.68	23.70%
污水处理及自来水收费	11,664.80	17.42%	8,865.51	-28.74%
园区维护	5,571.45	-37.78%	4,552.00	28.13%
合计	47,645.00	14.10%	53,000.19	15.31%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司市政工程代建业务收入有所下降，且在建项目尚需投资规模较大，项目建设面临较大的资金压力

2018年巴彦淖尔经济技术开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）与公司签订《关于2018年巴彦淖尔市巴彦淖尔经济技术开发区市政工程（代建）协议书》，约定经开区管委会委托公司承担2018年巴彦淖尔市经济技术开发区市政工程代建工作，具体建设内容包括园林绿化工程、道路工程、拆迁改造工程、电力工程等，约定由经开区管委会按工程进度向公司支付回购款，回购款为代建投资款加投资利息。根据上述协议，2018年公司合计确认市政工程项目收入30,408.74万元，收入规模较2017年下降23.18%。

公司在建项目较多，主要在建项目包括标准化厂房建设项目等，公司基础设施建设项目一般先由公司建设，后续再补充相关代建协议，2018年末主要在建项目计划总投资合计22.61亿元，其中已投资金额2.93亿元，尚需投资19.68亿元，尚需投资规模较大，公司作为巴彦淖尔市经开区重要的基础设施建设主体，后续还需投入大量建设资金，项目建设存在较大资金压力。

表 4 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
标准化厂房建设	95,864	3,000
朔方生态休闲带	74,000	8,600
污水处理中水回用工程	20,000	1,800
章嘉庙二、四、五组拆改工程	18,000	12,000
临河东城区道路新建工程	9,742	1,300
污水管网二期扩建工程	3,331	1,500
220KV 高压线路迁移附属工程	3,000	800
保税物流园供水管线延伸	2,200	300
合计	226,137	29,300

资料来源：公司提供

公司污水处理及自来水业务丰富了收入来源，2018年扭亏为盈

公司污水处理业务由子公司巴彦淖尔市临河东城区污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）运营，自来水供应业务由公司子公司巴彦淖尔市临河东城区自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）运营，主要负责巴彦淖尔经开区工业园区供水。公司自来水

设计供水能力为10万吨/日、污水处理能力为10万吨/日。2018年自来水售水量及污水处理量2017年略有下降,但得益于自来水及污水处理价格由2017年的3.5元/立方米和3.3元/立方米提升至2018年的4.2元/立方米和4.3元/立方米,2018年公司实现污水处理及自来水业务收入11,664.80万元,较2017年有所增长,且水价提升带动该业务扭亏为盈。

此外,公司还负责巴彦淖尔经开区工业园区内的道路维护工作,巴彦淖尔经开区管委会每年根据公司道路维护的成本及实际工作量,逐年向公司拨付道路维护补助,2018年公司实现园区维护业务收入5,571.45万元,但由于部分工程尚未结束,公司确认了相关成本但经开区管委会未向公司确认收入,该业务2018年亏损。

公司继续在资产划拨和财政补贴等方面获得较大力度的外部支持

根据经开区管委会2018年5月出具的划拨函,将价值3,780.00万元的给排水成套设备(一期)划拨至污水处理公司;根据经开区管委会及巴彦淖尔市国有资产监督管理局2018年1月出具的《关于同意向巴彦淖尔市临河东城区自来水有限公司划拨管网及其附属设备的函》将价值25,413.67万元的管网及其附属设备等资产无偿划拨至自来水公司,合计增加公司资本公积58,183.67万元。

此外,2018年公司收到专项补贴和供水工程财政贴息合计18,400.00万元,提升了公司的利润水平。

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兴财光华会计师事务所(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,报告采用新会计准则编制,2017年数据采用2018年审计报告的期初数。2018年公司合并范围未发生变化,合并范围内子公司仍为4家。

因执行新企业会计准则导致公司会计政策变更,2018年6月15日,财政部发布了《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号),公司执行此项会计政策对列报前期财务报表项目及金额影响如下:

表 5 会计政策变更对前期财务报表项目及金额影响情况(单位:万元)

序号	受影响报表项目名称	影响 2017 年 12 月 31 日/2017 年度金额
		增加+/减少-
1	应收票据	-
	应收账款	-14,632.20

	应收票据及应收账款	+14,632.20
2	应付票据	-
	应付账款	-6,351.20
	应付票据及应付账款	+6,351.20
3	应付利息	-1,656.62
	应付股利	-
	其他应付款	+1,656.62

资料来源：公司 2018 年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但流动性较弱的土地、工程项目和固定资产占比较大，应收款项对公司资金形成占用，且部分资产使用受限，整体流动性偏弱

随着政府注入资产及融资规模扩大，2018年末公司资产总额786,985.67万元，同比增长14.35%，公司资产仍以流动资产为主，2018年末占资产总额的比重为62.53%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货等。2018年末公司货币资金6,303.49万元，其中1,700.00万元的货币资金使用受限。公司应收票据及应收账款全部为应收账款，2018年末账面价值16,342.77万元，主要为应收联邦制药（内蒙古）有限公司水资源费15,298.42万元，账龄1-3年；另有应收广利远房地产公司的借款和应收巴彦淖尔经济技术开发区环卫园林绿化站的暂借款等，其中广利远房地产公司因一直未履行还款义务，公司已将相关款项全额计提坏账准备，公司应收对象为民营企业较多且部分款项账龄较长，面临较大的回收风险。随着资金拆借规模扩大，2018年末公司其他应收款规模增长至152,212.68万元，主要为应收巴彦淖尔经济开发区环卫园林绿化站、巴彦淖尔市经济开发区市政管理维护站、临河区八一乡人民政府、开发区财政局、巴彦淖尔市众安房地产开发有限责任公司等单位的资金拆借款，其中账龄一年以内的占比为44.23%，其他应收款应收对象主要为政府机构或单位，回款风险较小但回收时间较不确定，部分款项账龄较长对资金形成占用。2018年末公司存货账面价值317,208.24万元，包括124,158.60万元的土地和192,975.97万元的项目成本，其中公司全部土地及价值30,285.71万元的项目成本已用于抵押。

表 6 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	6,303.49	0.80%	574.56	0.08%

应收票据及应收账款	16,342.77	2.08%	14,632.20	2.13%
其他应收款	152,212.68	19.34%	91,912.09	13.35%
存货	317,208.24	40.31%	331,032.53	48.10%
流动资产合计	492,110.42	62.53%	438,151.38	63.66%
长期应收款	147,977.95	18.80%	133,081.16	19.34%
固定资产	134,389.03	17.08%	83,875.68	12.19%
非流动资产合计	294,875.25	37.47%	250,094.77	36.34%
资产总计	786,985.67	100.00%	688,246.15	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期应收款和固定资产等。2018年末公司长期应收款 147,977.95 万元，占公司资产总额的 18.80%，全部为应收经开区管委会园林维护和工程项目的应收款项。随着经开区管委会将排水成套设备、管网等资产划入公司，其中账面价值 103,379.73 万元的固定资产使用受限，账面价值 3,093.12 万元的市政工程（房屋）尚未办妥产权证书。

整体来看，公司资产规模有所增长，但流动性较弱的土地、工程项目和固定资产占比较大，同时应收款项规模较大，对公司资金形成占用，且部分应收对象为民营企业，需关注其回收风险，同时账面价值 259,524.05 万元的资产使用受限，占资产总额的比重为 32.98%，整体流动性偏弱。

盈利能力

公司收入及利润水平均有所下降，利润总额对政府补贴仍有较大依赖

公司营业收入仍主要来源于市政工程项目回购收入，同时污水处理、自来水供水及园区维护等业务丰富了公司收入来源。2018年公司实现营业收入 47,645.00 万元，同比下降 10.10%，主要系市政工程项目收入下降所致。

毛利率方面，公司收入的最主要来源市政工程项目业务毛利率略有下降，同时园区维护和污水处理及自来水业务毛利率变动较大，受以上因素影响，2018年实现综合毛利率 14.10%，同比下降 1.21 个百分点。

2018年公司收到政府补贴合计 18,400.00 万元计入其他收益，推动当期实现利润总额 8,470.63 万元，但其他收益占公司利润总额的比重为 217.22%，利润总额对补贴支持依赖较大。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

营业收入	47,645.00	53,000.19
其他收益	18,400.00	16,837.11
营业利润	8,658.02	11,856.67
营业外收入	148.91	13.19
利润总额	8,470.63	10,061.15
综合毛利率	14.10%	15.31%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，但在建项目尚需投资规模较大，项目建设仍面临较大资金压力

公司经营活动现金流入主要为市政工程项目、园区管理及供水等业务回款及收到的政府补助和往来款等；经营活动现金流出主要为项目成本、支付的往来款等。2018年公司经营活动现金净流入11,918.59万元，较2017年有所改善，但由于2018年末在建项目尚需投资19.68亿元，项目建设仍面临较大的资金压力。

公司投资活动现金流入主要为处置自来水工程项目收到的现金，投资活动现金流出主要为项目建设支出及借出的现金。公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金及支付的融资租赁项目保证金及中介费等。

整体来看，2018年公司经营活动现金流有所改善，但在建项目尚需投资规模较大，仍面临较大资金压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
销售商品、提供劳务收到的现金	124,716.57	48,278.95
收到的其他与经营活动有关的现金	18,837.28	33,338.11
经营活动现金流入小计	143,553.85	81,617.06
购买商品、接受劳务支付的现金	103,524.87	51,926.53
支付的其他与经营活动有关的现金	24,074.97	54,456.92
经营活动现金流出小计	131,635.26	111,067.32
经营活动产生的现金流量净额	11,918.59	-29,450.27
投资活动产生的现金流量净额	-7,495.35	-2,079.73
筹资活动产生的现金流量净额	-394.31	26,155.44
现金及现金等价物净增加额	4,028.93	-5,374.55

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

公司有息债务规模有所增长，偿债压力加大

随着公司融资规模扩大，2018年公司负债总额同比增长20.89%至184,583.64万元。从债务结构来看，2018年末公司流动负债占比为50.57%，较2017年占比有所增长。得益于股东注入资产，2018年公司所有者权益同比增长12.48%至602,402.03万元。公司产权比率同比上升2.13个百分点至30.64%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	184,583.64	152,686.15
所有者权益	602,402.03	535,560.01
产权比率	30.64%	28.51%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。随着公司应付工程款规模增长，2018年末公司应付票据及应付账款账面余额为10,159.22万元，同比增长59.96%，包括应付巴彦淖尔市鸿阳园林工程有限公司、内蒙古绿通源生态有限责任公司等单位合计9,097.32万元工程款和1,061.90万元的往来款。2018年末公司应交税费11,595.99万元，同比增长85.17%，主要系应交增值税增长所致。公司其他应付款主要为应付内蒙古普利建筑安装工程有限责任公司、内蒙古草原宏宝食品股份有限公司、鄂尔多斯羊绒衫厂补偿款和工程款等。2018年末公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款1,911.00万元、一年内到期的应付债券14,000.00万元和一年内到期的长期应付款29,177.59万元。

表 10 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
应付票据及应付账款	10,159.22	5.50%	6,351.20	4.16%
应交税费	11,595.99	6.28%	6,262.32	4.10%
其他应付款	25,983.61	14.08%	22,188.75	14.53%
一年内到期的非流动负债	45,088.59	24.43%	33,889.25	22.20%
流动负债合计	93,342.42	50.57%	69,935.12	45.80%
长期借款	7,267.00	3.94%	9,178.00	6.01%
应付债券	27,693.33	15.00%	41,578.33	27.23%
长期应付款	56,280.89	30.49%	31,994.70	20.95%
非流动负债合计	91,241.22	49.43%	82,751.03	54.20%
负债合计	184,583.64	100.00%	152,686.15	100.00%
其中：有息债务	136,329.81	73.86%	116,640.28	76.39%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债包括长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款包括信用借款778.00万元和质押借款8,400.00万元，质押物为自来水收费权益，扣除一年内到期部分余额为7,267.00万元。公司应付债券为应付本期债券，经利息调整并扣除一年内到期部分后余额为27,693.33万元。公司长期应付款主要为应付融资租赁款，扣除一年内到期部分余额为56,280.89万元。

2018年末公司有息债务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等，合计136,329.81万元，同比增长16.88%。偿债能力指标方面，随着负债规模增长，2018年末公司资产负债率同比增长1.27个百分点至23.45%。2018年末公司流动比率为5.27，但由于公司存货规模较大，速动比率为1.87，考虑到公司应收款项规模较大，速动资产对流动负债的实际保障能力有限。2018年公司EBITDA为31,216.41万元，同比有所增长，但债务规模的扩大导致EBITDA对有息债务本息的保障程度减弱，公司偿债压力加大。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	23.45%	22.18%
流动比率	5.27	6.27
速动比率	1.87	1.53
EBITDA（万元）	31,216.41	22,943.13
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.79
有息债务/EBITDA	4.37	5.08

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

东北再担保为本期债券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本期债券的信用水平

东北再担保系由吉林省投资集团有限公司、中国进出口银行等5家公司于2007年共同出资设立的担保机构。2018年5月，黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司向东北再担保新增投资0.56亿元，其中新增注册资本0.52亿元。截至2018年6月末，东北再担保注册资本和实收资本均为30.52亿元，第一大股东吉林省投资集团有限公司出资12.00亿元（其中国家财政部出资9.00亿元，由其代持；代吉林省人民政府出资3.00亿元），持股比例为39.31%，股权结构如下表所示。

表 12 截至 2018 年 6 月末东北再担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例	补充说明
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	39.31%	国家财政部出资 9 亿元，由其代持；代吉林省人民政府出资 3 亿元
中国进出口银行	90,000.00	29.49%	-
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	35,233.64	11.54%	代黑龙江省人民政府出资
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	9.83%	代内蒙古自治区人民政府出资
辽宁省中小企业信用担保中心	30,000.00	9.83%	代辽宁省人民政府出资
合计	305,233.64	100.00%	-

资料来源：东北再担保提供

东北再担保作为全国首家中央财政出资的政策性区域再担保试点机构，具有强大的股东背景和丰富的政府资源，业务主要覆盖东北三省与内蒙古地区，区域优势明显。经过多年的发展，东北再担保已经形成了担保、小额贷款、投资等多种业务共同发展的业务格局。担保业务收入和利息净收入为东北再担保营业收入的主要来源。2018年东北再担保实现营业收入5.55亿元；其中，担保业务收入与利息净收入分别为2.28亿元和3.38亿元，分别占比40.97%和60.83%。东北再担保担保业务由再担保业务和直接担保业务构成，目前仍以再担保业务为主。再担保业务分为技援再担保、增信再担保、共同担保再担保、合作再担保、分险再担保以及代出保函再担保，直接担保业务主要为流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、债券担保等融资担保业务。2017年末东北再担保再担保业务和直接担保业务在保责任余额分别为144.00亿元和106.84亿元，分别占在保责任余额的57.41%和42.59%。东北再担保利息净收入来自委托贷款、银行存款和小额贷款利息收入，2017年分别为0.74亿元、0.96亿元和0.39亿元。

表 13 东北再担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	22,757.60	40.97%	16,825.23	39.77%	22,011.26	46.98%
其中：担保费收入	18,366.09	33.07%	16,751.41	39.60%	21,960.54	46.87%
减：提取未到期责任准备金	304.14	0.55%	-2,604.57	6.16%	-1,320.21	2.82%
投资收益	402.46	0.72%	1,905.48	4.50%	589.79	1.26%
利息收入	33,784.96	60.83%	20,954.97	49.54%	22,892.71	48.86%
其他收入	0.26	0.00%	11.26	0.03%	38.16	0.08%
合计	55,541.13	100.00%	42,301.51	100.00%	46,852.13	100.00%

资料来源：东北再担保 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

东北再担保当期担保代偿规模和担保代偿率继续提升，2017年代偿项目数6个，当期担保代偿额为2.08亿元，同比增长72.85%；当期担保代偿率为0.63%，同比提升0.20个百分点；累计担保代偿率为0.36%，同比提升0.10个百分点。东北再担保当期担保代偿回收情

况有所改善，但代偿回收率仍不理想，2017年当期代偿回收额为3,377.76万元，同比增长26.11倍；2017年末当期代偿回收率为8.63%，同比提升7.95个百分点；累计代偿回收率为17.67%，同比下降1.32个百分点；2017年末应收代偿余额为3.58亿元，同比增长95.07%。东北再担保风险准备金计提充分，拨备覆盖率有所下降但仍处于较高水平，2017年末计提的担保风险准备金为14.79亿元，同比增长19.24%；拨备覆盖率为413.70%，同比下降263.12个百分点。

截至2018年12月31日，东北再担保资产总额为62.28亿元，归属于母公司的所有者权益为33.59亿元；2018年度，实现营业收入5.55亿元，利润总额1.26亿元。

表 14 东北再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	622,782.90	481,810.61	476,186.46
所有者权益合计	335,916.96	321,153.11	331,028.45
现金类资产	242,022.86	223,401.36	305,630.64
营业收入	55,541.13	42,301.51	46,852.13
担保业务收入	22,757.60	16,825.23	22,011.26
利息净收入	32,599.04	20,954.97	22,892.71
投资收益	402.46	1,905.48	589.79
利润总额	12,625.11	2,772.16	9,457.08
净资产收益率	2.79%	0.51%	2.01%
当期担保责任发生额（亿元）	-	308.63	319.06
期末在保责任余额（亿元）	-	250.84	299.73
担保风险准备金	-	147,939.75	124,072.30
拨备覆盖率	-	413.70%	676.82%
净资产放大倍数（倍）	-	7.81	9.05
融资担保放大倍数（倍）	-	7.78	9.03
当期担保代偿率	-	0.63%	0.43%
累计担保代偿率	-	0.36%	0.26%
当期代偿回收率	-	8.63%	0.68%
累计代偿回收率	-	17.67%	18.99%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告年初数或上年数

资料来源：东北再担保2017-2018年审计报告及东北再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，经中证鹏元综合评定，东北再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有效地提升了本期债券的信用水平。

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，自2016年1月1日至信用报告出具日（2019年5月13日）公司本部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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末公司存在对当地国有企业巴彦淖尔市临河区城市发展投资有限责任公司的担保44,000.00万元以及对当地民营企业维信（内蒙古）针织高科技有限公司的担保1,500.00万元，担保金额合计45,500.00万元，占2018年末净资产的比重为7.55%，公司存在一定的或有负债风险

表 15 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
巴彦淖尔市临河区城市发展投资有限责任公司	14,000
巴彦淖尔市临河区城市发展投资有限责任公司	30,000
维信（内蒙古）针织高科技有限公司	1,500
合计	45,500

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年巴彦淖尔市经济实力有所增长，为公司发展提供了良好的基础，公司股东向公司注入价值58,183.67万元的资产，同时公司获得补贴合计1.84亿元，外部支持力度仍较大，且东北再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

但值得关注的是，公司资产以流动性较弱的项目成本、土地和固定资产为主，同时应收款项对资金形成占用且部分资产使用受限，整体流动性偏弱；项目尚需投资金额较大，面临较大资金压力；有息债务规模增长，偿债压力加大且存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为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（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	6,303.49	574.56	5,949.11
其他应收款	152,212.68	91,912.09	133,274.24
存货	317,208.24	331,032.53	328,531.13
长期应收款	147,977.95	133,081.16	103,303.38
固定资产	134,389.03	83,875.68	29,490.84
总资产	786,985.67	688,246.15	641,302.83
其他应付款	25,983.61	20,532.13	89,914.69
一年内到期的非流动负债	45,088.59	33,889.25	0.00
长期借款	7,267.00	9,178.00	12,800.00
应付债券	27,693.33	41,578.33	69,463.33
长期应付款	56,280.89	31,994.70	0.00
总负债	184,583.64	152,686.15	175,706.19
有息债务	136,329.81	116,640.28	82,263.33
所有者权益	602,402.03	535,560.01	465,596.64
营业收入	47,645.00	53,000.19	55,747.06
营业利润	8,658.02	11,856.67	-2,988.38
营业外收入	148.91	13.19	14,731.21
净利润	8,658.35	10,263.65	10,869.12
经营活动产生的现金流量净额	11,918.59	-29,450.27	6,768.02
投资活动产生的现金流量净额	-7,495.35	-2,079.73	-10,685.30
筹资活动产生的现金流量净额	-394.31	26,155.44	-1,295.02
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	14.10%	15.31%	15.59%
收现比	2.62	0.91	0.72
产权比率	30.64%	28.51%	37.74%
资产负债率	23.45%	22.18%	27.40%
流动比率	5.27	6.27	5.03
速动比率	1.87	1.53	1.51
EBITDA（万元）	31,216.41	22,943.13	20,369.25
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.79	2.85
有息债务/EBITDA	4.37	5.08	4.03

资料来源：公司 2016、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	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
巴彦淖尔市新东方城市投资有限公司	1,000.00	100.00%	土地开发投资、房地产开发投资、基础设施投资、汽车租赁
巴彦淖尔市临河东城区污水处理有限公司	10.00	100.00%	污水处理
巴彦淖尔市临河东城区自来水有限公司	16,200	100.00%	自来水生产与供应、工业供排水
巴彦淖尔河套生物技术研究院有限公司	875.00	100.00%	动植物副产品附加值的技术研究等

资料来源：公司 2018 年审计报告及公开资料

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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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。