

2015 年迁安市兴源水务产业投资有限公司

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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【110】号 01

债券简称：15 迁安债/PR
迁安投

债券剩余规模：9 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。

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@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.pyrating.cn

2015 年迁安市兴源水务产业投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	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 6 月 26 日	2018 年 6 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 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所处外部环境良好，委托代建业务较有保障，现金流入持续改善。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，营业收入和营业利润下降幅度较大，同时面临一定短期偿债压力及或有负债等风险因素。

正面：

- 公司所处外部环境较好。2018 年迁安市实现地区生产总值 965.4 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.6%，增速提高 2 个百分点。
- 公司业务持续性较有保障。公司目前主要在建项目计划总投资 160,298.00 万元，尚需投资 74,556.96 万元，且公司存货中 69.85 亿元开发成本尚未确认收入，公司代建业务持续性较有保障。

关注：

- 公司资产流动性较弱。截至 2018 年末，应收账款及其他应收款占总资产的比重为 58.85%，应收款项占总资产的比重过高，回款时间尚不确定；且应收账款和部分土地使用权已抵质押，整体资产流动性较弱。

- **公司营业收入和营业利润下降幅度较大。**2018 年公司实现营业收入 59,132.07 万元，同比减少 58.68%；实现营业利润 3,108.81 万元，同比降低 59.20%。
- **公司面临一定短期偿债压力。**截至 2018 年末公司有息债务 443,258.04 万元，其中 2019 年到期的有息债务共计 114,143.16 万元，考虑到公司短期偿债能力较弱，现金流入不确定性较大，公司面临一定的偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 608,024 万元，占所有者权益的比重为 34.62%，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,591,490.55	3,639,150.34	3,437,836.99
所有者权益	1,756,060.62	1,758,849.89	1,764,267.74
有息债务	443,258.04	586,160.82	658,253.25
资产负债率	51.10%	51.67%	48.68%
流动比率	2.63	2.76	3.34
营业收入	59,132.07	143,110.46	103,276.01
营业外收入	1.98	28.07	758.57
利润总额	3,102.04	6,687.83	11,003.38
综合毛利率	17.00%	13.01%	18.64%
EBITDA	8,744.48	12,714.76	15,988.71
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.12	0.80
经营活动现金流净额	206,259.56	71,252.70	63,156.18

资料来源：公司 2017 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

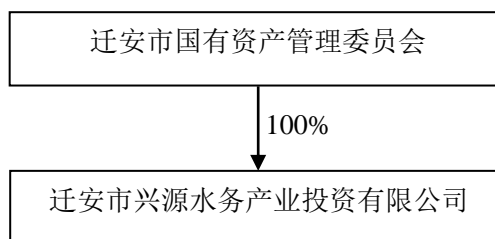
一、本期债券募集资金使用情况

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。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8.63万元。

二、发行主体概况

2018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。截至2018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，纳入合并范围的一级子公司仍为6家。

图 1 截至 2018 年末公司股权结构图



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

2018年迁安市经济发展较好，投资拉动力明显

迁安市处于京津冀都市圈中心和环渤海一级经济开发区内，踞华北、东北之咽喉。交通网络四通八达，辐射晋、冀、辽、蒙和通达京、津等大中城市。2018年迁安市实现地区生产总值965.4亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%，高于全国GDP增速1个百分点。其中第一产业增加值为32.20亿元，同比下降4.4%；第二产业增加值为559.00亿元，同比增长8.3%；第三产业增加值为374.1亿元，同比增长7.5%。三次产业结构调整到3.3：57.9：38.8，第二产业仍为最重要的产业支撑。2018年全市人均地区生产总值12.4万元，比上年增长6.5%，为全国人均GDP的192.0%。

从拉动经济增长的三大因素来看，投资仍然是迁安市经济增长的主动力。2018年全市固定资产投资同比增长7.1%至762.0亿元。其中，建设项目投资同比增长5.7%，房地产开发投资同比增长101.7%，全年房屋建筑面积258.2万平方米，其中住宅施工面积214.3万平方米，商品房销售面积35.7万平方米。分产业看，第一产业投资同比下降62.3%；第二产业投资同比增长15.5%，其中工业投资同比增长14.8%；第三产业投资同比增长0.4%；第二产业仍为迁安市的重点发展产业。从消费市场来看，2018年全市社会消费品零售总额为295.4亿元，同比增长8.70%，高于本市GDP增速1.1个百分点，消费市场活跃。受国际形势不确定性的影响，2018年迁安市进出口总额为17.80亿美元，同比下降了1.60%。其中进口总额13.3亿美元，同比下降0.6%；出口总额4.5亿美元，同比下降了4.2%。2018年迁安市金融机构人民币各项存款余额837.7亿元，同比增长12.84%，贷款余额413.2亿元，同比降低7.19%，下降幅度扩大。

表2 迁安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）	965.4	7.6%	903.7	5.6%
第一产业增加值	32.2	-4.4%	-	-

第二产业增加值	559.0	8.3%	-	-
第三产业增加值	374.1	7.5%	-	-
固定资产投资	762.0	7.1%	711.5	9.5%
社会消费品零售总额	295.4	8.7%	273.0	10.5%
进出口总额（亿美元）	17.8	-1.6%	18.1	14.5%
存款余额	837.7	12.8%	742.4	3.7%
贷款余额	413.2	-7.2%	445.2	-0.8%
人均 GDP（万元）		12.4		11.6
人均 GDP/全国人均 GDP		192.0%		196.0%

注：“-”代表未获取数据

资料来源：2017年数据来自《唐山统计月报2017.12》，2018年数据来源于迁安市2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年迁安市实现公共财政收入61.02亿元，同比增长50.6%，其中税收收入53.15亿元，占公共财政收入比重为87.1%，较上年提高4个百分点，收入质量较好；实现政府性基金收入9.40亿元，同比下降18%；同期迁安市公共财政支出为82.59亿元，同比增长26.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为73.88%。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，2018年公司实现营业收入59,132.07万元，其中工程项目收入占比93.30%，因2018年公司确认收入的工程项目规模减少，工程项目收入同比降低58.16%。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其他业务毛利率均同比上升影响，2018年公司综合毛利率同比上升3.99个百分点至17.00%。

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
一、主营业务				
工程项目	55,168.11	17.51%	131,869.36	15.02%
其他收入	2,386.52	-19.56%	7,095.02	-40.71%
小计	57,554.63	15.98%	138,964.38	12.18%
二、其他业务				
	1,577.43	54.22%	4,146.08	40.95%
营业收入合计	59,132.07	17.00%	143,110.46	13.01%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司工程代建收入大幅下降，但业务持续性仍有保障

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根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。

2018年公司确认工程项目收入55,168.11万元，确认收入项目主要包括城中村改造项目、西里铺棚户区改造项目、西里铺吉兰庄保障住房、城中村商业楼和阡庄棚户区改造项目等。

表 4 2018 年公司工程项目收入明细（单位：万元）

项目名称	工程项目收入
城中村改造项目	44,134.44
西里铺棚户区改造项目	1,885.63
西里铺吉兰庄保障住房	933.67
城中村商业楼	1,295.33
阡庄棚户区改造项目	1,945.19
其他	4,973.85
合计	55,168.11

资料来源：公司提供

截至2018年，公司主要建设城中村改造、五村平改和市政工程等项目，计划总投资160,298.00万元，已投资85,741.04万元，后续尚需投资74,556.96万元（已剔除已投资超过总投资项目），公司存货中69.85亿元开发成本尚未确认收入，主要为滦河治理项目，公司代建业务持续性较有保障。

表 5 截至 2018 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	项目类型
市区西部基础设施工程	41,200.00	36,320.00	代建
三里河综合治理工程	60,000.00	64,965.00	代建
滨河新民居	32,660.00	24,519.63	代建
城乡社区公共设施	86,438.00	24,901.41	代建
市政工程	37,907.00	50,150.01	代建
会展中心	15,000.00	21,103.48	代建
合计	160,298.00	85,741.04	-

注：因会展中心项目、三里河综合治理工程和市政工程已投资金额超过计划总投资金额，故计算项目总投资和已投资合计数时未包括在内。

资料来源：公司提供

其他业务丰富了公司收入来源，但是部分业务处于亏损状态

公司主营业务中其他收入主要为自来水、民爆产品和热量表等产品的销售，2018年实

现收入2,386.52万元，仍处于亏损状态，但是亏损额有所下降幅度降低。

公司其他业务主要为混凝土销售、热电表安装和水表的安装，2018年公司实现其他业务收入1,577.43万元，毛利率为54.22%。

表 6 2018 年公司其他业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本
混凝土	1,282.35	454.93
热电表安装	38.65	0.00
水表及安装	256.43	267.20
其他业务收入合计	1,577.43	722.13

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年及2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018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，且受限资产规模较大，资产流动性较弱

截至 2018 年末，公司总资产为 3,591,490.55 万元，较 2017 年下降 1.31%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至 2018 年末，流动资产占比 82.81%。

表 7 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	60,368.05	1.68%	16,828.40	0.46%
应收账款	698,733.26	19.46%	658,283.36	18.09%
其它应收款	1,414,610.12	39.39%	1,543,289.55	42.41%
存货	790,379.57	22.01%	792,589.74	21.78%
流动资产合计	2,974,267.88	82.81%	3,020,416.93	83.00%
固定资产	91,109.21	2.54%	93,343.29	2.56%
在建工程	223,378.58	6.22%	214,454.55	5.89%

无形资产	295,862.27	8.24%	299,202.30	8.22%
非流动资产合计	617,222.67	17.19%	618,733.41	17.00%
资产总计	3,591,490.55	100.00%	3,639,150.34	100.00%

资料来源：公司 2017 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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 2018 年末，公司货币资金为 60,368.05 万元，主要为银行存款，无使用受限情况。截至 2018 年末，公司应收账款和其他应收款分别为 698,733.26 万元和 1,414,610.12 万元，两者合计占总资产的比重为 58.85%，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 81.61%。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。截至 2018 年末，公司存货规模为 790,379.57 万元，占总资产的比重为 22.01%，主要为开发成本。

表 8 截至 2018 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	占其他应收款期末余额比例	款项性质
迁安市财政局	1,069,267.91	75.36%	往来款
杨店子镇拆迁管理办公室	100,480.00	7.08%	往来款
迁安市交通局	82,020.31	5.78%	往来款
迁安市宏海实业有限公司	49,261.31	3.47%	往来款
中太建设集团股份有限公司	15,909.89	1.12%	往来款
合计	1,316,939.43	92.81%	-

资料来源：公司 2018 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 2018 年末，公司固定资产账面价值为 91,109.21 万元，同比减少 2.39%，主要为房屋及建筑物。截至 2018 年末，公司在建工程为 223,378.58 万元，主要包括三里河综合治理工程、市政工程和市区西部基础设施工程等项目。截至 2018 年末，公司无形资产账面价值为 295,862.27 万元，主要为土地使用权。

表 9 截至 2018 年末公司资产受限情况（单位：万元）

资产名称	账面价值	受限原因
应收账款	698,733.26	质押
迁国用（2007）第 071097 号	4,460.05	抵押
迁国用（2012）第 120525 号	8,806.83	抵押
迁国用（2013）第 001126 号	4,143.55	抵押
迁国用（2012）第 120522 号	21,476.02	抵押
合计	737,619.71	-

资料来源：公司提供

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，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入及利润总额较大幅下降

因为公司新开展项目少，存量项目确认收入需与政府协商一致，2018年确认收入减少，实现营业收入59,132.07万元，同比下降58.68%。2018年公司综合毛利率为17.00%，较2017年增加了3.99个百分点。2018年公司未收到重大的政府补助，营业利润及利润总额分别下降至3,108.81万元和3,102.04万元，下降幅度较大。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	59,132.07	143,110.46
营业利润	3,108.81	7,619.04
营业外收入	1.98	28.07
利润总额	3,102.04	6,687.83
综合毛利率	17.00%	13.01%

资料来源：公司 2017 年及 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，但公司收现比仍表现较差

2018 年公司经营活动现金净流入 206,259.56 万元，同比大幅增长，主要系当年往来款净流入规模大幅增加所致，但公司收现比仍表现较差，同时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，2018 年公司投资活动现金流入为处置资产收到的现金，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 8,093.32 万元。筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金净流出 154,626.59 万元，为公司偿还债务本息支付的现金。

整体而言，2018 年公司经营活动现金流有所改善，但公司收现比仍表现较差，公司现金流入主要来源于往来款，不确定性较大，且在建项目和债务偿还仍需要一定量的资金，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	2018年	2017年
收现比	0.38	0.03
销售商品、提供劳务收到的现金	22,464.03	4,929.69
收到其他与经营活动有关的现金	289,079.14	336,028.06
经营活动现金流入小计	311,543.17	341,001.06
购买商品、接受劳务支付的现金	16,183.64	58,065.18
支付其他与经营活动有关的现金	83,736.76	205,399.29
经营活动现金流出小计	105,283.61	269,748.36
经营活动产生的现金流量净额	206,259.56	71,252.70
投资活动产生的现金流量净额	-8,093.32	-830.37
筹资活动产生的现金流量净额	-154,626.59	-111,221.73
现金及现金等价物净增加额	43,539.65	-40,799.40

资料来源：公司 2017 年及 2018 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务陆续到期，面临一定的债务偿还压力

随着公司部分债务到期偿还，2018年末公司负债总额为1,835,429.93万元，比2017年减少2.39%；公司所有者权益为1,756,060.62万元，变化不大；公司产权比率降低2.39个百分点至104.52%，所有者权益对负债的保障程度一般。

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	1,835,429.93	1,880,300.45
所有者权益	1,756,060.62	1,758,849.89
负债与所有者权益比率	104.52%	106.91%

资料来源：公司 2017 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，截至2018年末，流动负债占负债总额比重为61.65%，比上年提高3.45个百分点。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2018年末，公司应付账款103,067.47万元，主要为应付工程款。截至2018年末，公司应交税费余额86,341.73万元，主要为应交的企业所得税。截至2018年末，公司其他应付款812,166.53万元，同比增加7.89%，占负债总额的比重增加为44.25%，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宏海实业等单位的往来款。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债为114,143.16万元，其中一年内到期的长期借款及应付债券分别为51,000.00万元和50,000.00万元。

表 13 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	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	103,067.47	5.62%	90,910.75	4.83%
应交税费	86,341.73	4.70%	83,169.98	4.42%
其他应付款	812,166.53	44.25%	748,191.94	39.79%
一年内到期的非流动负债	114,143.16	6.22%	166,621.86	8.86%
流动负债合计	1,131,553.92	61.65%	1,094,293.83	58.20%
长期借款	130,850.44	7.13%	158,259.44	8.42%
应付债券	130,000.00	7.08%	180,000.00	9.57%
长期应付款	443,025.56	24.14%	447,747.17	23.81%
非流动负债合计	703,876.01	38.35%	786,006.62	41.80%
负债合计	1,835,429.93	100.00%	1,880,300.45	100.00%
其中：有息债务	443,258.04	24.15%	586,160.82	31.17%

资料来源：公司 2017 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2018年末，公司长期借款余额130,850.44万元，其中信用借款1,550.44万元，抵押借款128,000.00万元，质押借款1,300.00万元。截至2018年末，公司应付债券为130,000.00万元，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，应付债券明细如表14所示。截至2018年末，公司长期应付款为443,025.56万元，其中兴业融资租赁借款余额为68,264.45万元，专项应付款为374,761.12万元，全部为迁安市财政局拨付的代建项目款。

表 14 截至 2018 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
14 迁安城投债 01/PR 迁安 01	2014/1/23	50,000.00	7 年	20,000.00
14 迁安城投债 02/PR 迁安 02	2014/8/11	50,000.00	7 年	30,000.00
合计	-	250,000.00	-	130,000.00

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着部分有息债务偿还，截至2018年末公司有息债务为443,258.04万元，同比下降24.38%。其中2019年到期的有息债务共计114,143.16万元，公司面临一定的偿债压力。

从各项偿债指标来看，截至 2018 年末，公司资产负债率为 51.10%；流动比率和速动比率分别为 2.63 和 1.93，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；EBITDA 利息保障倍数随之降低至 0.52，EBITDA 对有息债务的保障度也有所下降。同时考虑到公司部分应收账款及土地已分别外质押和抵押，且受限资产较多，公司面临一定的偿债压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	51.10%	51.67%
流动比率	2.63	2.76
速动比率	1.93	2.04
EBITDA（万元）	8,744.48	12,714.76
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.12
有息债务/EBITDA	50.69	46.10

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无其他逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为608,024万元，占所有者权益的比重为34.62%，担保对象主要为国有企业，但未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 16 截至 2018 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	是否采取反担保
迁安市城乡建设投资管理有限公司	119,360	7 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	100,000	17 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	100,000	17 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	90,000	17 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	90,000	16 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	50,000	16 年	无
迁安中唐文化旅游发展有限公司	30,000	7 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	10,000	11 年	无
迁安市兴滦开发建设有限公司	8,664	11 年	无
迁安市立方源供水有限责任公司	5,000	4 年	无
迁安市国有控股集团有限公司	5,000	2 年	无
合计	608,024	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

七、评级结论

公司所处外部环境良好，区域经济实力有所提升，委托代建业务较有保障，现金流入持续改善。同时我们也关注到，公司收现情况较差，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对外质押和抵押，资产流动性较弱；营业收入和营业利润下降幅度较大；有息债务规模较大，面临一定短期偿债压力；对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	60,368.05	16,828.40	57,627.80
应收账款	698,733.26	658,283.36	489,170.29
其他应收款	1,414,610.12	1,543,289.55	1,387,513.63
存货	790,379.57	792,589.74	861,350.20
固定资产	91,109.21	93,343.64	105,018.52
在建工程	223,378.58	214,454.55	209,101.14
无形资产	295,862.27	299,202.30	304,570.42
总资产	3,591,490.55	3,639,150.34	3,437,836.99
应付账款	103,067.47	90,910.75	108,443.92
应交税费	86,341.73	83,169.98	77,139.13
其他应付款	812,166.53	752,800.34	527,923.25
一年内到期的非流动负债	114,143.16	166,621.86	124,502.81
长期借款	130,850.44	158,259.44	263,750.44
应付债券	130,000.00	180,000.00	270,000.00
长期应付款	443,025.56	447,747.17	300,926.52
总负债	1,835,429.93	1,880,300.45	1,673,569.25
有息债务	443,258.04	586,160.82	658,253.25
所有者权益	1,756,060.62	1,758,849.89	1,764,267.74
营业收入	59,132.07	143,110.46	103,276.01
营业利润	3,108.81	7,619.04	11,087.94
营业外收入	1.98	28.07	758.57
净利润	1,581.18	3,292.15	8,361.14
经营活动产生的现金流量净额	206,259.56	71,252.70	63,156.18
投资活动产生的现金流量净额	-8,093.32	-830.37	5,391.57
筹资活动产生的现金流量净额	-154,626.59	-111,221.73	-77,944.94
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.00%	13.01%	18.64%
收现比	0.38	0.03	0.07
产权比率	104.52%	106.91%	94.86%
资产负债率	51.10%	51.67%	48.68%
流动比率	2.63	2.76	3.34
速动比率	1.93	2.04	2.32
EBITDA（万元）	8,744.48	12,714.76	15,988.71
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.12	0.8
有息债务/EBITDA	50.69	46.10	41.17

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围一级子公司

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	84.00%	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 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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	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（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。