

2013 年资阳市水务投资有限责任公司
公司债券 2020 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：

谭璇

2013年资阳市水务投资有限责任公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【129】号 01

债券简称：
PR 资水务/13 资阳水务

债券剩余规模：
3.60 亿元

债券到期日期：
2020 年 10 月 21 日

债券偿还方式：
按年付息，在债券存续期
的第 3 至第 7 个计息年度
分别逐年偿付债券发行
总额的 20%

分析师

姓名：
陈勇阳 张涛

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

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	2020 年 06 月 09 日	2019 年 06 月 20 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”）对资阳市水务投资有限责任公司（以下简称“资阳水务”或“公司”）及其 2013 年 10 月 21 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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，为其发展提供较好基础，公司未来收入来源较有保障，获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产整体流动性较弱，自营项目能否实现预期收益存在一定不确定性，面临较大的资金压力和短期偿债压力以及一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。2019 年资阳市经济实力继续增强，实现地区生产总值 777.8 亿元，同比增长 7.0%。
- 公司在建代建项目规模较大，未来收入来源较有保障。公司主要从事资阳市市政基础设施建设业务和水利基础设施建设业务，截至 2019 年末公司已签订代建协议的主要在建代建项目已投资 364,206.89 万元，尚需投资 256,253.25 万元，未来收入来源较有保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年，公司收到资阳市雁江区财政局拨付的项目建设补贴 42,000.00 万元，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**公司资产主要为其他应收款、存货和在建工程，截至 2019 年末账面价值分别为 414,361.46 万元、1,617,117.74 万元和 689,466.50 万元，合计占总资产的 90.85%；其中已抵押土地账面价值 501,928.84 万元，占存货中土地资产账面价值的 63.13%，其他应收款回收时间存在一定不确定性，资产整体流动性较弱。
- **公司自营项目能否实现预期收益存在一定不确定性。**本期债券募投项目四川省都江堰灌区毗河供水一期工程项目计划总投资 663,453.00 万元，计划通过收取水费实现收入，建成后产能利用率及盈利能力存在一定不确定性；公司主要在建安置房项目为 8 个，计划总投资合计为 350,209.94 万元，除部分住宅用于安置外剩余住宅、配套商铺和车位可对外销售，其实际销售情况易受资阳市房地产市场景气度波动影响，且存在部分项目收益方式调整为低毛利率的代建收入的可能性，未来收入亦存在一定不确定性。
- **公司经营活动现金流表现仍较差，在建项目资金需求大，面临较大的资金压力。**2019 年，公司经营活动现金净流出 35,388.08 万元；截至 2019 年末，主要在建代建项目和自营项目尚需投入 482,673.42 万元，资金压力较大。
- **公司有息债务规模上升，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务余额为 847,516.96 万元，同比增长 14.34%；其中短期有息债务 214,866.96 万元，现金短期债务比为 10.46%。
- **公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 99,848.75 万元，占同期末净资产的比重为 6.24%，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,994,983.20	2,877,186.69	2,931,202.45
所有者权益	1,601,309.63	1,558,198.50	1,559,922.15
有息债务	847,516.96	741,254.67	750,052.32
资产负债率	46.53%	45.84%	46.78%
现金短期债务比	10.46%	54.61%	102.89%
营业收入	154,054.82	153,974.55	153,299.68
其他收益	42,000.00	41,770.20	43,600.00
利润总额	43,480.90	43,317.03	44,087.81
综合毛利率	1.83%	1.48%	1.48%
EBITDA	43,884.75	43,455.19	44,127.98
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.27	1.35
经营活动现金流净额	-35,388.08	-48,412.39	7,604.58
收现比	1.03	1.03	1.21

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数；公司财务报表中一年内到期的非流动负债未包括所有一年内到期的有息债务，此处现金短期债务比采用公司提供数据计算。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

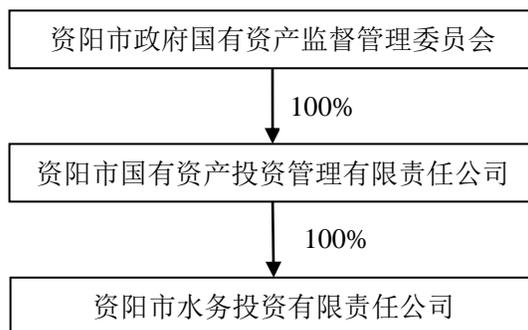
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年10月21日发行7年期18亿元公司债券，募集资金原计划用于四川省都江堰灌区毗河供水一期工程项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为1,794.60万元，为公司自有资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年4月30日，公司注册资本仍为33,200.00万元，控股股东仍为资阳市国有资产投资管理有限责任公司，持股比例为100%，实际控制人仍为资阳市政府国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2020 年 4 月 30 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司仍主要从事资阳市市政基础设施建设和水利基础设施建设业务。2019年公司新纳入合并报表范围的子公司1家，如表1所示。

表 1 2019 年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
资阳市天翊建设管理有限责任公司	100%	2,000.00	开发建设	新设

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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础

设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期

债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号)，切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号)，从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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》(以下简称“《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；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

资阳市经济增长有所放缓但仍较快，为公司提供较好的发展基础

2019年，资阳市经济增速有所放缓但仍较快，实现地区生产总值777.8亿元，按可比价计算，同比增长7.0%，增速较上年下降0.8个百分点；人均GDP为31,013元，为全国人均GDP的43.75%。第三产业为拉动资阳市经济增长的主要动力。2019年资阳市三次产业对经济增长的贡献率分别为7.2%、37.3%和55.5%，三次产业结构由上年的17.5：30.9：51.6调整为18.3：30.6：51.1。

资阳市工业稳步发展，2019年实现规模以上工业增加值增长9.0%，增速较上年下降1.7个百分点。分行业看，2019年资阳市轨道交通、汽车制造、医药、食品、纺织鞋服业五大重点产业实现增加值增长13.6%，拉动规模工业增长8.6个百分点；其中，医药产业、食品

产业和轻纺鞋服产业增加值分别增长35.8%、19.6%和12.8%。截至2019年末，资阳市拥有国家级企业技术中心1个，省级企业技术中心16个，中国名牌产品1个，中国驰名商标11个，四川名牌产品55个，四川省著名商标33个。

需求方面，资阳市固定资产投资下滑。2019年资阳市全社会固定资产投资同口径同比下降6.8%。分产业看，第一产业投资下降11.7%；第二产业投资下降38.6%，其中工业投资下降39.3%；第三产业投资增长1.5%。资阳市房地产开发投资进一步增长，2019年房地产开发投资同比增长9.1%，商品房施工面积790.9万平方米，增长45.1%。但资阳市商品房销量大幅下降，2019年商品房销售面积259.2万平方米，同比下降39.9%。消费方面，资阳市消费市场增速有所放缓但仍较快，支撑经济的较快增长，2019年社会消费品零售总额416.3亿元，同比增长9.8%，增速同比下降1.7个百分点。外贸方面，资阳市进出口贸易规模持续上升，2019年进出口总额2.2亿美元，同比增长13.4%；其中，出口额1.4亿美元，同比增长11.8%；进口额0.8亿美元，同比增长16.2%。

信贷领域，资阳市存贷款规模继续扩大，有利于支持经济的增长。2019年末，资阳市金融机构本外币各项存款余额1,470.4亿元，同比增长3.6%；各项贷款余额817.6亿元，同比增长14.9%。

表 2 资阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	777.8	7.0%	728.6	7.8%
第一产业增加值	142.1	2.7%	127.8	3.7%
第二产业增加值	237.6	7.3%	224.9	8.8%
第三产业增加值	398.1	8.5%	375.9	8.1%
规模以上增加值	-	9.0%	-	10.7%
固定资产投资	-	-6.8%	524.6	8.3%
社会消费品零售总额	416.3	9.8%	379.0	11.5%
进出口总额（亿美元）	2.2	13.4%	1.96	16.2%
存款余额	1,470.4	3.6%	1,419.7	4.6%
贷款余额	817.6	14.9%	707.7	18.2%
人均 GDP（元）	31,013		42,117	
人均 GDP/全国人均 GDP	43.75%		65.15%	

注：“-”表示数据未公开；2018年资阳市 GDP 及第一产业、第二产业和第三产业增加值根据第四次经济普查进行了修订。

资料来源：2018-2019年资阳市国民经济与社会发展统计公报以及资阳日报发布的《我市公布2018年 GDP 修订及2019年 GDP 增长情况》，中证鹏元整理

根据资阳市财政局官网公开的《2019年1-12月财政预算收支执行情况》，2019年资阳

市实现一般公共预算收入53.09亿元，同比增长6.8%；实现政府性基金收入72.99亿元，同比增长12.3%。

四、经营与竞争

公司主营业务为市政基础设施项目建设和水利基础设施建设，营业收入主要来源于工程代建收入，2019年新增原水水费收入。

表 3 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	153,141.39	1.48%	153,974.55	1.48%
原水水费	913.43	60.24%	0.00	0.00
合计	154,054.82	1.83%	153,974.55	1.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司营业收入主要来源于工程代建收入，已签订代建协议的在建项目规模较大，未来收入来源较有保障，但代建项目资金需求量较大，面临较大的资金压力

公司工程代建收入来源于子公司资阳市凯利建设投资有限公司（以下简称“凯利公司”），凯利公司受资阳市雁江区政府委托，承担城东新区50平方公里基础设施建设任务。凯利公司与资阳市雁江区城东新区管理委员会签订委托代建合同，凯利公司负责城东新区基础设施的融资以及融资对接的工程款拨付工作，项目建成后移交给资阳市雁江区城东新区管理委员会进行项目竣工验收，凯利公司按照工程代建投资成本加1.5%的建设单位管理费确认代建收入，财政以建设资金形式将工程款一并拨付给凯利公司。2019年公司完成纬四路建设等4个项目的验收，确认工程代建收入153,141.39万元，同比降低0.54%。

表 4 2019 年公司工程代建收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	结转成本
纬四路建设项目	10,731.61	10,573.02
雷音花园棚户区改造建设项目	62,902.95	61,973.35
朝阳花园三期棚户区改造建设项目	49,808.34	49,072.25
半山风情一期棚户区改造建设项目	29,698.49	29,259.60
合计	153,141.39	150,878.22

注：雷音花园棚户区改造建设项目为“16资阳水务”债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司已签订代建协议的主要在建代建项目已投资364,206.89万元，尚

需投资256,253.25万元¹，未来收入来源较有保障，但代建项目资金需求大，面临较大资金压力。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
航向花园安置房建设项目	170,000.00	32,010.37
字库山公园建设项目	66,000.00	89,391.60
李二河坝建设项目	57,000.00	7,267.43
碧江大街建设项目	48,000.00	35,631.37
碧彩路建设项目	45,800.00	35,408.16
钟山花园安置房建设项目	43,000.00	4,954.96
碧天路建设项目	36,300.00	38,437.99
中兴街建设项目（含一至三期）	25,000.00	30,086.51
雁江区行政会展中心建设项目	20,000.00	14,816.20
展望大街二期建设项目	15,000.00	19,587.38
通资路 A 段建设项目	15,000.00	12,458.26
纬七路建设项目	13,000.00	19,058.97
纬三路建设项目	11,739.00	14,450.96
纬六路建设项目	5,854.00	10,646.73
合计	571,693.00	364,206.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营项目规模较大，但能否实现预期收益存在一定不确定性；2019年新增原水水费收入但规模小

公司主要自营项目包括四川省都江堰灌区毗河供水一期工程、老鹰水库至资阳城区输水管道整体迁改项目和安置房建设项目。四川省都江堰灌区毗河供水一期工程为公司本部在建项目，计划通过收取水费取得收入。该工程于2015年4月开工²，计划工期48个月，计划总投资663,453.00万元，截至2019年末已投资577,829.92万元，尚需投资85,623.08万元。目前工程全线形象进度达95%，总干渠形象进度达99%，已组织开展总干渠自验式通水试验，预计2021年投入运营产生水费收入，目前尚未实现经济效益。受工程进度和建成后产能利用率不确定的影响，未来项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

截至2019年末，公司主要自营安置房项目为8³个，由公司负责出资建设，其中部分住

¹尚需投资=计划总投资-累计投资，受移民安置费、材料、人工费等成本上涨、设计变更等因素的影响，部分项目累计投资额超过计划总投资，本文尚需投资额仅统计累计投资额小于计划总投资的项目，下同。

² 2015年4月28日，工程监理方黄河勘测规划设计有限公司正式下达开工令。

³ 2019年，公司雷音花园棚户区改造建设项目、朝阳花园三期棚户区改造建设项目和半山风情一期棚户区改造建设项目改为代建项目，已全额结转成本并确认代建收入，因此主要自营项目减少3个。

宅用于安置，剩余住宅、配套商铺和车位可对外销售取得收入，预计可售住宅面积合计23.45万平方米，可售商铺面积合计7.94万平方米，可售车位数量合计7,897个，未来可为公司收入提供一定保障。根据资阳市人民政府《关于将资阳市水务投资有限责任公司棚户区改造建设项目补贴资金纳入财政预算的议案》（资府[2014]50号），资阳市人民政府拟给予公司“16资阳水务”的6个棚户区改造项目补贴资金合计不少于8.75亿元，按项目建设和运营情况在2016年至2022年每年向公司拨付补贴1.25亿元，2016-2019年公司均未收到上述补贴。截至2019年末，公司8个自营安置房项目的计划总投资合计为350,209.94万元，已投资258,092.30万元，尚需投资96,600.81万元。除以前年度转入代建项目并结算的安置房项目外，目前公司所有自营安置房项目均未产生销售收入。其中，东升花园安置房建设项目已完工，尚未办理竣工结算手续。随着自营安置房项目的陆续完工，公司安置房的销售收入将为公司收入提供一定保障。但考虑到上述项目收益易受资阳市房地产市场景气度波动的影响，且存在部分项目收益方式调整为低毛利率的代建收入的可能性，未来能否实现预期收益具有一定的不确定性。

2018年末，依据《资阳市发展和改革委员会关于老鹰水库管理所原水费收费权划转后相关收费的复函》（2018-88），资阳市水务局将原老鹰水库管理所原水费收费权无偿划转给公司，2019年公司新增原水供应业务。公司继续按《资阳市物价局关于资阳市老鹰水库原水价格的批复》（资价工[2001]211号）核定的原水价格执行，即0.296元/立方米。

公司与用水单位签署合同，通过输水管道向用水单位供应原水，按月抄表结算。用水单位主要是市内生产、供应自来水的公司，包括资阳海天水务有限公司、资阳市水务燃气有限责任公司等。2019年，公司原水供水量为3,271.08万吨，实现原水水费收入913.43万元。新增原水供应业务丰富了公司收入来源，但收入规模小，对营业收入的贡献度低。

老鹰水库至资阳城区输水管道整体迁改工程主要为新建两条输水管道（即三、四期输水管道，原有管道将作为备用管道），线路总长约16.6公里，预计2020年下半年正式开工。老鹰水库至资阳城区输水管道整体迁改工程近期设计输水量为16.5万吨/日，远期设计输水量为35.2万吨/日。该项目计划总投资44,387.35万元，尚需投资44,196.28万元，建设工期2年。正式投入运营后预计可为公司贡献一定规模收入。

整体而言，公司主要在建自营项目规模较大，尚需投资约226,420.17万元，面临较大的资金压力。公司自营项目投入运营后，将扩大公司收入规模，但盈利能力具有一定的不确定性。

表 6 截至 2019 年末公司主要完工及在建自营项目明细（单位：万元、平方米、个）

项目	预计	累计	可售住宅	可售商	可售车	是否
----	----	----	------	-----	-----	----

	总投资	投资	面积	铺面积	位数量	完工
四川省都江堰灌区毗河供水一期工程	663,453.00	577,829.92	-	-	-	否
老鹰水库至资阳城区输水管道整体迁改项目	44,387.35	191.07	-	-	-	否
水利工程小计	707,840.35	578,020.99	-	-	-	-
东升花园安置房建设项目	16,850.00	21,333.17	16,785.28	73.75	228	是
朝阳花园四期棚户区改造建设项目	54,204.04	18,715.00	66,243.48	7,540.97	1,509	否
半山风情二期棚户区改造建设项目	42,044.49	36,152.00	39,186.00	6,009.76	685	否
半山风情三期棚户区改造建设项目	38,000.00	36,372.64	35,340.00	17,557.90	878	否
沱江花园一期棚户区改造建设项目	64,397.11	66,695.52	27,710.10	11,570.10	1,510	否
沱江花园二期棚户区改造建设项目	44,714.30		2,195.60	8,721.89	800	否
泥河风光二期安置房建设项目	45,000.00	42,668.39	12,056.11	9,185.62	1,222	否
宝莲新村棚户区改造建设项目	45,000.00	36,155.58	34,985.03	18,744.08	1,065	否
安置房项目小计	350,209.94	258,092.30	234,501.60	79,404.07	7,897	-
合计	1,058,050.29	836,113.29	-	-	-	-

注：四川省都江堰灌区毗河供水一期工程为“13资阳水务”债券募投项目；半山风情二期和三期棚户区改造建设项目、沱江花园一期和二期棚户区改造建设项目以及宝莲新村棚户区改造建设项目为“16资阳水务”债券募投项目。

资料来源：公司提供

2019年公司继续获得当地政府在财政补贴方面的较大支持

公司承担大量市政基础设施项目，项目毛利率较低，为了保障公司更好地完成项目建设和管理任务，近年当地政府持续给予公司在财政补贴方面的较大支持。根据“资雁财发〔2019〕620号”文件，2019年资阳市雁江区财政局拨付公司子公司凯利公司项目建设补贴42,000.00万元，有效提升了公司的盈利水平。

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新纳入合并报表范围的子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，但资产主要为应收款项、土地资产和工程施工成本，土地资产抵押比率偏高，应收款项回收时间不确定，资产整体流动性较弱

随着项目建设的推进，公司资产规模有所上升，2019年末资产总额为2,994,983.20万元，同比增长4.09%。

表 7 2018-2019 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22,468.14	0.75%	60,814.62	2.11%
预付款项	75,018.43	2.50%	42,913.93	1.49%
其他应收款	414,361.46	13.84%	510,196.98	17.73%
存货	1,617,117.74	53.99%	1,532,862.58	53.28%
流动资产合计	2,129,069.52	71.09%	2,146,792.90	74.61%
可供出售金融资产	144,903.93	4.84%	144,903.93	5.04%
在建工程	689,466.50	23.02%	553,476.01	19.24%
非流动资产合计	865,913.68	28.91%	730,393.79	25.39%
资产总计	2,994,983.20	100.00%	2,877,186.69	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

随着工程项目的投入，公司货币资金大幅减少，2019年末为22,468.14万元，同比下降63.06%，无受限资金。公司预付款项为预付工程款，2019年末为75,018.43万元，同比增长74.81%，主要系预付中电建四川省都江堰灌区毗河供水一期工程总承包款项大幅增加所致，其中前五大预付款项占比99.07%。公司其他应收款主要为与政府单位和施工单位的借款以及工程款，2019年末账面价值为414,361.46万元，同比下降18.78%，占总资产的13.84%，主要包括应收资阳市财政局81,889.15万元、资阳市城市建设投资有限公司68,820.61万元、资阳市土地矿产储备中心31,596.65万元、资阳市雁江建设投资集团有限公司35,160.50万元和资阳市佳家房地产建设工程开发有限公司26,236.54万元。公司其他应收款规模较大，回收时间不确定，对营运资金形成较大占用。

2019年末，公司存货为1,617,117.74万元，同比增加5.50%，占总资产的53.99%；其中，待开发土地和工程施工成本分别占比49.17%和50.83%。2019年末公司存货中待开发土地资产账面价值为795,074.65万元，同比增加0.06%，除一宗土地为城镇住宅/批发零售用地（账面价值21,100.88万元），其他均为商业住宅用地，其中已抵押土地账面价值为501,928.84万元，占比63.13%，土地抵押比率偏高。

2019年末公司可供出售金融资产仍为144,903.93万元，包括对4家企业的股权投资，主要为子公司资阳市综合交通发展有限公司对四川成渝客专铁路投资有限责任公司的投资

142,753.93万元。随着项目投入的增加，2019年末公司在建工程为689,466.50元，同比增长24.57%，主要包括四川省都江堰灌区毗河供水一期工程577,829.92万元、泥河风光二期安置房建设项目42,668.39万元和沱江花园安置房建设项目66,695.52万元，其中泥河风光二期安置房建设项目和沱江花园安置房建设项目是四川省都江堰灌区毗河供水一期工程的配套安置房。

综上，公司资产主要为应收款项、土地资产和工程施工成本，土地资产抵押比率偏高，应收款项回收时间存在一定不确定性，资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司在建代建项目规模较大，未来收入来源较有保障，原水水费丰富收入来源但规模小，政府补贴对利润总额贡献大

公司营业收入主要来自工程代建收入，2019年公司新增原水水费收入但规模小。公司收入规模较为平稳，2019年实现营业收入154,054.82万元，同比增长0.05%。公司在建项目规模较大，未来收入来源较有保障。公司以项目的实际投资额加1.50%管理费确认收入，代建收入毛利率较低，2019年维持在1.48%，但新增原水水费业务毛利率达60.24%，使得综合毛利率提升至1.83%。

公司利润仍主要来自政府补贴，2019年获得财政补贴收入42,000.00万元，计入其他收益，占当期利润总额的96.59%，政府补贴对利润总额贡献大。

表 8 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	154,054.82	153,974.55
营业利润	43,493.74	43,321.36
其他收益	42,000.00	41,770.20
利润总额	43,480.90	43,317.03
综合毛利率	1.83%	1.48%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流仍为净流出，在建项目后续投资规模较大，面临较大资金压力
 公司经营活动现金回笼情况较好，2019年收现比为1.03，与上年持平。但受代建项目不断加大投资的影响，2019年公司经营活动现金净流出35,388.08万元。

公司投资活动主要为在建工程项目的资金投入，受在建工程投入增加的影响，2019

年投资活动现金净流出77,059.10万元。公司筹资活动主要为政府专项项目资金的拨付、借款以及债务本息的偿付，2019年公司偿还“13资阳水务”与“16资阳水务”债券各发行总额的20%本金，子公司凯利公司发行“19资凯利债”与“19资阳凯利PPN001”债券合计150,000.00万元，2019年筹资活动现金净流入74,100.70万元。

截至2019年末，公司主要在建代建项目和自营项目尚需投入482,673.42万元，主要依赖于筹资活动，公司资金压力较大。

表 9 2018-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.03	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	158,604.90	158,593.79
收到的其他与经营活动有关的现金	50,760.04	48,098.84
经营活动现金流入小计	209,364.94	206,692.63
购买商品、接受劳务支付的现金	188,112.71	199,836.69
支付的其他与经营活动有关的现金	55,314.81	53,926.55
经营活动现金流出小计	244,753.02	255,105.02
经营活动产生的现金流量净额	-35,388.08	-48,412.39
投资活动产生的现金流量净额	-77,059.10	-37,972.68
筹资活动产生的现金流量净额	74,100.70	-12,985.13
现金及现金等价物净增加额	-38,346.48	-99,370.21

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模上升，现金类资产对短期有息债务的保障水平低，短期偿债压力大

受子公司发行债券的影响，2019年末公司负债规模有所上升，产权比率略有上升，权益对负债的保障程度有所下降。2019年末公司负债总额为1,393,673.58万元，同比上升5.66%；所有者权益为1,601,309.63万元，同比上升2.77%；产权比率为87.03%，同比上升2.38个百分点。

表 10 2018-2019 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,393,673.58	1,318,988.19
所有者权益	1,601,309.63	1,558,198.50
产权比率	87.03%	84.65%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，由于一年内到期的非流动负债大幅上升，公司流动负债占比略有上升，但负债仍以非流动负债为主。2019年末公司流动负债占比为40.20%，同比增加2.27个百分点。

公司的流动负债主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司其他应付款主要为应付往来款、暂借款、工程款和保证金等款项，2019年末为427,057.25元，同比下降8.99%，其中应付雁江区财政局211,996.25万元、资阳市国有资产投资管理有限责任公司68,415.96万元、中电建四川省都江堰灌区毗河供水一期工程施工总承包部27,172.50万元。2019年末公司一年内到期的非流动负债为107,830.00万元，其中银行借款68,200.00万元，信托借款39,630.00万元。

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。公司长期借款规模有所下降，2019年末为309,434.00万元，同比下降17.74%，年利率区间为1.20%-7.13%。2019年末公司应付债券为338,000.00万元，同比增加29.01%，其中子公司凯利公司新发行债券150,000.00万元，分别为“19资凯利债”75,000.00万元（年利率8.0%，期限7年）、“19资阳凯利PPN001”75,000.00万元（年利率8.0%，期限5年）；另有“13资阳水务”36,000.00万元（年利率7.4%）和“16资阳水务”152,000.00万元（年利率3.97%）。2019年末公司长期应付款为185,965.03万元，同比增长3.04%，主要包括资阳市城市建设投资有限公司15年期借款72,316.00万元（年利率4.90%）、邦银金融租赁股份有限公司5年期借款15,500.00万元（年利率6.65%）、远东宏信（天津）融资租赁有限公司5年期借款4,436.96万元（年利率9.38%）和四川省都江堰灌区毗河供水一期工程的专项拨款26,166.97万元。此外，2013年6月公司通过公开竞拍方式获得的遂宁市安居区101,198.80平方米的国有土地使用权以及大英县52,999.41平方米的国有土地使用权，成交价分别为44,658.68万元和21,660.08万元，分别由遂宁惠泽资源开发有限责任公司和大英县城市建设投资有限公司代付，计入长期应付款。

表 11 2018-2019 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	427,057.25	30.64%	469,256.67	35.58%
一年内到期的非流动负债	107,830.00	7.74%	9,000.00	0.68%
流动负债合计	560,274.55	40.20%	500,345.26	37.93%
长期借款	309,434.00	22.20%	376,164.00	28.52%
应付债券	338,000.00	24.25%	262,000.00	19.86%

长期应付款	185,965.03	13.34%	180,478.93	13.68%
非流动负债合计	833,399.03	59.80%	818,642.93	62.07%
负债合计	1,393,673.58	100.00%	1,318,988.19	100.00%
其中：有息债务	847,516.96	60.81%	741,254.67	56.20%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务规模上升，短期偿债压力较大。截至2019年末，公司有息债务余额为847,516.96万元，同比上升14.34%，占负债总额的60.81%；其中2020-2022年每年到期本金分别为214,866.96万元、107,034.00万元和148,537.00万元。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
本金	214,866.96	107,034.00	148,537.00	377,079.00	847,516.96

资料来源：公司提供

偿债能力方面，公司负债水平略有上升，2019年末资产负债率为46.53%，同比上升0.69个百分点；现金短期债务比大幅下降至10.46%，现金类资产对短期有息债务的保障水平低。随着有息债务规模的上升，2019年公司EBITDA利息保障倍数为1.27，与上年持平；有息债务与EBITDA比值为19.31，较上年增加2.25。

表 13 2018-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	46.53%	45.84%
现金短期债务比	10.46%	54.61%
EBITDA（万元）	43,884.75	43,455.19
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.27
有息债务/EBITDA	19.31	17.06

注：公司财务报表中一年内到期的非流动负债未包括所有一年内到期的有息债务，此处现金短期债务比采用公司提供数据计算。

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年3月25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。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险

截至2019年12月31日，公司对外担保金额为99,848.75万元，同比增加224.18%，占同期末净资产的6.24%，担保对象主要为资阳市国有资产投资管理有限责任公司及其全资子公司，均为同一控制下公司。公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2019 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	与担保对象关系	反担保措施
资阳市苕庆实业有限责任公司	15,000.00	2020.10.15	同一控制下公司	无
资阳市苕庆实业有限责任公司	15,000.00	2020.10.12	同一控制下公司	无
资阳市苕庆实业有限责任公司	4,900.00	2020.10.9	同一控制下公司	无
资阳市国有资产投资管理有限责任公司	12,000.00	2020.12.23	同一控制下公司	无
资阳市国有资产投资管理有限责任公司	10,000.00	2022.11.12	同一控制下公司	无
资阳市国有资产投资管理有限责任公司	30,000.00	2020.7.31	同一控制下公司	无
资阳市国有资产投资管理有限责任公司	18,048.75	2020.10.12	同一控制下公司	无
资阳市水务燃气有限责任公司	4,900.00	2020.12.8	同一控制下公司	无
合计	99,848.75	-	-	-

注：资阳市苕庆商贸有限责任公司已于 2020 年 3 月 4 日更名为资阳市苕庆实业有限责任公司。
 资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年资阳市保持经济较快增长，为公司提供较好的发展基础。公司已签订代建协议的在建代建项目规模较大，未来收入来源较有保障。公司获得当地政府的较大支持。

同时中证鹏元也关注到，公司资产主要为其他应收款、存货和在建工程，土地资产抵押比率偏高，其他应收款回收时间不确定，资产整体流动性较弱。公司自营项目规模较大，募投项目盈利能力及未来收益均存在一定不确定性。公司经营活动现金流表现较差，在建的代建项目和自营项目资金需求量大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模略有上升且较大，面临较大的短期偿债压力。公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，经综合评定，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，维持评级展望为稳定。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	22,468.14	60,814.62	160,184.83
其他应收款	414,361.46	510,196.98	557,908.35
存货	1,617,117.74	1,532,862.58	1,539,628.36
流动资产合计	2,129,069.52	2,146,792.90	2,298,791.94
在建工程	689,466.50	553,476.01	460,867.64
非流动资产合计	865,913.68	730,393.79	632,410.51
总资产	2,994,983.20	2,877,186.69	2,931,202.45
短期借款	0.00	0.00	70,000.00
其他应付款	427,057.25	469,256.67	543,868.90
一年内到期的非流动负债	107,830.00	9,000.00	25,000.00
流动负债合计	560,274.55	500,345.26	648,774.13
长期借款	309,434.00	376,164.00	252,564.00
应付债券	338,000.00	262,000.00	298,000.00
长期应付款	185,965.03	180,478.93	171,942.17
非流动负债合计	833,399.03	818,642.93	722,506.17
总负债	1,393,673.58	1,318,988.19	1,371,280.30
有息债务	847,516.96	741,254.67	750,052.32
所有者权益	1,601,309.63	1,558,198.50	1,559,922.15
营业收入	154,054.82	153,974.55	153,299.68
其他收益	42,000.00	41,770.20	43,600.00
营业利润	43,493.74	43,321.36	44,145.72
营业外利润	-12.84	-4.33	-57.91
净利润	43,111.13	42,920.69	43,946.95
经营活动产生的现金流量净额	-35,388.08	-48,412.39	7,604.58
投资活动产生的现金流量净额	-77,059.10	-37,972.68	-150,066.49
筹资活动产生的现金流量净额	74,100.70	-12,985.13	223,638.92
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	1.83%	1.48%	1.48%
收现比	1.03	1.03	1.21
产权比率	87.03%	84.65%	87.91%
资产负债率	46.53%	45.84%	46.78%
现金短期债务比	10.46%	54.61%	102.89%
EBITDA（万元）	43,884.75	43,455.19	44,127.98
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.27	1.35

有息债务/EBITDA	19.31	17.06	17.00
-------------	-------	-------	-------

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数；公司财务报表中一年内到期的非流动负债未包括所有一年内到期的有息债务，此处现金短期债务比采用公司提供数据计算。

资料来源：公司 2018-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
资阳市凯利建设投资有限责任公司	2,800.00	100%	开发建设
资阳市综合交通发展有限公司	32,000.00	100%	开发建设
资阳市天翊建设管理有限责任公司	2,000.00	100%	开发建设

资料来源：公司 2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务}$

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。