

2017 年第一期石柱土家族自治县鸿盛经济
发展有限公司

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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【235】号 01

债券简称：
PR 石柱 01/17 石柱鸿盛
债 01

增信方式：
保证担保

担保主体：
重庆三峡融资担保集团
股份有限公司

债券剩余规模：
5.6 亿元

债券到期日期：
2024 年 11 月 13 日

债券偿还方式：
按年付息，2019 年提前
偿还本期债券发行总额
20%本金及对应利息后，
将在本期债券存续期第 3
至第 7 个计息年度分别
逐年偿付债券发行总额
的 16%

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

2017 年第一期石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司 公司债券 2020 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	AAA	AAA
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 6 月 22 日	2019 年 6 月 28 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”）对石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司（以下简称“鸿盛经济”或“公司”）及其 2017 年 11 月 13 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 AAA，公司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获得当地政府在财政补助和资产注入方面的较大支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，收入来源单一，后续收入存在不确定性，公司面临一定的集中偿债压力，存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司获得当地政府在财政补助和资产注入方面的较大支持。公司是石柱县重要的基础设施建设主体，2019 年继续获得政府补助 17,070.33 万元，此外受石柱县人民政府划入资产影响，资本公积净增加 15,321.69 万元，提升了公司的利润水平和资本实力。
- 三峡担保为本期债券提供连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其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有效提升了本期债券的信用水平。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为存货和应收款项，其中存货主要为土地资产和工程施工，应收款项回收时间不确定，且存在一定规模的受限资产，2019 年末存货和应收款项（应收账款和其他应收款）账面价值分别为 310,803.30 万元和 84,747.53 万元，分别占总资产的 57.82% 和 15.77%；受限资产账面价值为 61,840.85 万元，占总资产的 11.50%。
- **公司收入来源单一，后续收入存在不确定性。**公司营业收入主要来源于基础设施代建业务，2019 年委托代建收入占比 95.35%，已签订代建协议的在建项目尚需投资规模不大，后续收入存在不确定性。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的集中偿债压力。**2019 年末公司有息债务余额为 201,253.99 万元，占总负债的 90.79%；其中 2021 年到期债务本金为 92,100.00 万元。
- **公司存在一定或有负债风险。**目前公司作为被告涉及诉讼案件 3 项，涉及金额合计 10,963.21 万元；此外，2019 年末公司对外担保金额为 103,000.00 万元，占同期净资产的 32.61%，担保对象主要为国有企业，但金额较大，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	537,524.68	522,260.98	550,074.26
所有者权益	315,850.34	277,346.02	307,853.22
有息债务	201,253.99	227,585.36	205,199.24
资产负债率	41.24%	46.90%	44.03%
现金短期债务比	0.57	3.69	8.34
营业收入	37,026.63	39,612.34	32,554.21
营业外收入	17,070.35	14,000.96	13,296.65
利润总额	8,729.93	10,033.65	10,940.51
综合毛利率	3.17%	9.02%	6.51%
EBITDA	20,399.29	17,655.71	15,681.84
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.25	2.20
经营活动现金流净额	18,996.57	-30,511.68	-23,171.57
收现比	0.65	0.31	0.26

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数；2019 年末短期有息债务包括一年内到期的非流动负债以及其他应付款中短期有息债务。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
融资担保责任余额*	-	471.99	253.27
准备金覆盖率*	-	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数（倍）*	-	8.92	4.53
当期担保代偿率*	-	1.08%	1.16%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径，“-”为尚未获取数据。（2）融资担保责任余额和融资担保放大倍数2017年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：三峡担保2017-2019年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

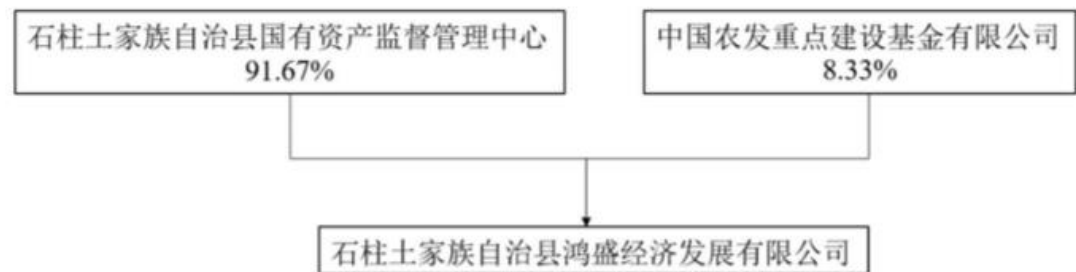
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月13日发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于西沱移民生态园给排水项目、石柱工业园区标准厂房建设项目及补充流动资金。截至2020年4月30日，本期债券募集资金两个专项账户余额为2,274.41万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年5月31日，公司注册资本和实收资本仍为14,400.00万元，控股股东仍为石柱土家族自治县国有资产监督管理中心（持股比例91.67%），实际控制人仍为石柱土家族自治县人民政府。

图 1 截至 2020 年 5 月 31 日公司股权结构



资料来源：公司提供

公司主营业务涉及基础设施建设业务和土地整理开发业务两大领域。2019年公司合并范围未发生变化。

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

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

受工业经济下滑的影响，2019 年石柱县经济增速进一步放缓

2019 年，石柱县经济持续发展，实现地区生产总值（GDP）159.38 亿元，同比增长 0.8%，增速较上年下降 3.9 个百分点；人均 GDP 为 42,109 元，为全国人均 GDP 的 59.40%。第三产业仍是拉动石柱县经济增长的主要动力，2019 年第三产业增加值 87.92 亿元，同比增加 5.1%，占地区生产总值的 55.16%，占比同比上升 11.57 个百分点，其中，康养产业为石柱县的支柱产业，2019 年“大康养”经济占 GDP 比重达到 49.0%。2019 年三次产业结构比为 16.9:27.9:55.2。

工业方面，石柱县工业经济下滑较大，拖累经济增长。2019 年石柱县实现工业增加值 31.16 亿元，同比下降 12.9%，增速同比下降 14.7 个百分点；全年规模以上工业总产值 85.90 亿元，同比下降 17.8%。

需求方面，石柱县固定资产投资增速有所下降但仍较快，是拉动经济增长的主要动力。2019 年石柱县完成固定资产投资 110.18 亿元，同比增长 12.9%，增速同比下降 7.0 个百分点。分产业看，同期全县第一产业投资同比下降 18.3%；第二产业投资增长 32.8%，其中工业投

资增长32.8%；第三产业投资增长15.5%。石柱县房地产市场景气度下行。2019年石柱县房地产开发投资22.73亿元，同比增长0.4%；新开工面积47.44万平方米，同比下降45.8%；商品房销售面积52.08万平方米，同比下降5.5%。消费方面，石柱县消费品市场快速发展，2019年实现社会消费品零售总额84.93亿元，同比增长13.4%。外贸方面，石柱县进出口贸易大幅上升，2019年外贸进出口总额11,144.00万美元，同比上升90.9%。

金融领域，石柱县存贷款规模继续扩大，有利于支持经济的增长。2019年末，石柱县金融机构各项存款余额257.47亿元，同比增长9.0%；各项贷款余额205.84亿元，同比增长26.9%。

表 1 石柱县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）	159.38	0.8%	175.97	4.7%
第一产业增加值	26.93	3.1%	24.38	5.2%
第二产业增加值	44.53	-7.9%	74.88	2.1%
第三产业增加值	87.92	5.1%	76.71	7.2%
工业增加值	31.16	-12.9%	48.60	1.8%
全社会固定资产投资	110.18	12.9%	97.55	19.9%
社会消费品零售总额	84.93	13.4%	56.86	13.0%
进出口贸易总额（万美元）	11,144.00	90.9%	5,838.00	14.7%
存款余额	257.47	9.0%	236.18	9.1%
贷款余额	205.84	26.9%	162.14	25.5%
人均 GDP（元）	42,109		46,486	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.40%		71.91%	

资料来源：石柱县 2019 年国民经济和社会发展统计公报、石柱县 2019 年统计快报（4 季度）、石柱县 2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年石柱县实现公共财政收入10.02亿元，同比下降4.57%；实现政府性基金收入7.46亿元，同比增长18.77%；实现上级补助收入37.15亿元，同比增长2.05%。

四、经营与竞争

公司是石柱县重要的基础设施建设和投融资主体，收入仍主要来源于基础设施代建业务。主要受当期结算项目较少的影响，2019年公司实现营业收入为37,026.63万元，同比下降6.53%；其中委托代建收入35,304.78万元，同比下降9.68%。

表 2 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
委托代建	35,304.78	5.38%	39,087.91	11.08%
其他	1,721.85	-42.20%	524.43	-144.85%
合计	37,026.63	3.17%	39,612.34	9.02%

注：其他收入为房屋租赁和出售房屋收入。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司基础设施代建业务收入规模下降，多数基础建设项目接近收尾，后续收入存在不确定性

公司是石柱县重要的基础设施建设主体，石柱县人民政府将工程建设项目委托公司代建。公司和石柱县人民政府对每个代建工程分别签订《委托代建协议》，约定由石柱土家族自治县财政局在预算中逐年拨付工程代建结算款给公司。代建工程结算金额由工程投资额和代建费用两部分组成，仅“石柱县移民生态工业园区建设项目”和“石柱县易地扶贫搬迁西沱安置点建设项目”（以下简称“西沱安置项目”）的代建费用分别按工程投资额 15%和18%计提，其他工程的代建费用按工程投资额8%计提。石柱县人民政府根据经石柱土家族自治县财政局投资评审中心审核后的工程投资额，确认工程进度。大部分代建基础设施工程均约定按工程进度结算，仅西沱安置项目约定具体结算时点。

工程结算方面，公司在达到协议约定工程进度或结算时间后（仅西沱安置项目按时间结算，其它项目按各自约定的工程进度结算），才能办理工程结算，工程结算是石柱县人民政府支付工程进度款的基础；收入确认方面，公司每年根据完工比例就可确认工程收入，不需达到约定工程进度。

2019年公司委托代建业务收入为35,304.78万元，主要来源于石柱县工业园区拓展区A区、B区、C区基础设施工程项目以及黄水镇城镇规划建设土地整治项目等，2019年委托代建业务毛利率为5.38%，同比下降5.70个百分点，主要系2019年公司未确认毛利率较高的石柱县移民生态工业园区建设项目收入，且新增确认各项目收入的增值税所致，详见下表。

表 3 2019 年公司基础设施代建收入明细情况（单位：万元）

项目名称	收入	毛利率	文件
石柱县工业园区拓展区 A 区基础设施工程项目	9,227.18	4.63%	石财【2020】14 号
石柱县工业园区拓展区 B 区基础设施工程项目	10,485.44	4.63%	石财【2020】14 号
石柱县工业园区拓展区 C 区基础设施工程项目	5,137.86	4.63%	石财【2020】14 号
黄水镇城镇规划建设土地整治项目	5,295.33	4.63%	石财【2020】14 号
石柱县移民生态工业园太平桥片区基础设施建设项目	1,864.04	4.63%	石财【2020】14 号

石柱县易地扶贫搬迁西沱安置点建设项目	3,294.93	12.71%	石财【2020】15号
合计	35,304.78	5.38%	-

资料来源：公司提供

公司在建基础设施建设项目均签署了代建协议，但多数项目接近收尾阶段，未来委托代建收入规模取决于未来完工比例，后续收入规模存在一定不确定性。截至2019年末，公司主要在建基础设施代建项目计划总投资495,708.75万元，尚需投资约5,123.10万元¹，同时本期债券募投项目石柱工业园区标准厂房建设项目中的下路B区标准厂房部分²尚需投资，未来项目的建设将增加公司资金压力。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资
石柱县工业园区拓展区 A 区基础设施工程项目	59,400.00	65,870.60
石柱县工业园区拓展区 B 区基础设施工程项目	86,400.00	91,315.07
石柱县工业园区拓展区 C 区基础设施工程项目	86,400.00	81,276.90
石柱县移民生态工业园区建设项目	218,500.00	237,725.12
石柱县易地扶贫搬迁西沱安置点建设项目	45,008.75	48,138.16
基础设施代建项目小计	495,708.75	524,325.85
石柱工业园区标准厂房建设项目（下路 B 区标准厂房）	47,287.00	9,182.17
合计	542,995.75	533,508.02

注：1、部分项目已投资额超过总投资额的原因是项目后期涉及整改，超出部分主要由整改支出构成；2、石柱工业园区标准厂房建设项目2019年计划总投资包括已核销部分，2019年已投资额已扣减核销部分；3、根据“石柱府复[2019]59号”文件，2019年11月1日，石柱县政府将已经暂停的西沱移民生态工业园给排水项目进行核减，公司已支付费用由县财政进行100%补偿，本期西沱移民生态工业园给排水项目减少2,017.30万元，期末余额为0。

资料来源：公司提供

2019年当地政府在财政补助和资产注入方面给予公司较大支持，提升了公司利润水平和资本实力

公司主要从事石柱县的基础设施代建业务，近年来持续获得当地政府在财政补助方面的较大支持。2019年，根据“石财【2019】254号”等文件，石柱县财政局给予公司政府补助17,070.33万元，有效提升了公司的利润水平。

此外，2019年当地政府在资产注入方面给予公司支持。受石柱县政府划入划出资产影响，2019年公司资本公积净增加15,321.69万元，提升了资本实力。

表 5 2019 年公司资产划入和划出情况（单位：万元）

¹ 尚需投资=计划总投资-累计投资，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 工业园区标准厂房包括西沱生态园标准厂房及下路 B 区标准厂房。2018 年因受水磨溪湿地县级自然保护区与西沱生态工业园区划归重叠的影响，西沱生态工业园区已整改退出，不再建设。因此目前西沱生态园标准厂房及西沱移民生态工业园给排水项目已全面停工并将恢复生态，下路 B 区标准厂房处于正常建设状态。

事由	资本公积变动额	依据文件号
划出存货中开发项目	-5,368.70	石柱府复[2019]65号
划出房地产	-66.25	石柱府复[2019]73号
划入土地	189.38	石柱府复[2019]74号
划入厂房3处	16,244.75	石柱府复[2019]75号
划出房地产	-4,011.55	石柱府复[2019]76号
划入房地产169处	8,334.05	石柱府复[2019]77号
合计	15,321.68	-

注：计算差异系尾差所致。

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

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亚太（集团）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年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，但资产主要为存货和应收款项，应收款回收时间不确定且存在一定规模的受限资产，资产整体流动性较弱

由于石柱县政府向公司注入部分资产，投资性房地产转为公允价值模式计量，2019年末公司资产总额为537,524.68万元，同比小幅增长2.92%。

表6 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	12,205.33	2.27%	34,459.08	6.60%
应收账款	47,393.38	8.82%	34,559.45	6.62%
其他应收款	37,354.16	6.95%	30,655.58	5.87%
存货	310,803.30	57.82%	334,819.68	64.11%
流动资产合计	412,407.57	76.72%	438,226.48	83.91%
可供出售金融资产	28,000.00	5.21%	28,000.00	5.36%
投资性房地产	87,517.55	16.28%	47,717.12	9.14%
在建工程	9,182.17	1.71%	6,642.62	1.27%

非流动资产合计	125,117.11	23.28%	84,034.50	16.09%
资产总计	537,524.68	100.00%	522,260.98	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为12,205.33万元，同比减少64.58%，无受限资金。公司应收账款均为应收石柱土家族自治县财政局的委托代建工程款，受代建项目结算和回款情况不佳的影响，应收账款增长较快，2019年末为47,393.38万元，同比增长37.14%。公司其他应收款主要为与政府部门的往来款，2019年末账面价值为37,354.16万元，主要为应收石柱土家族自治县财政局往来款34,524.81万元。2019年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）账面价值为84,747.53万元，占总资产的15.77%。考虑应收对象主要为当地政府部门，应收款项规模较大，占用较多营运资金。

2019年末公司存货为310,803.30万元，占总资产的57.82%，其中工程施工和土地资产分别占比96.09%和3.91%。工程施工为石柱县移民生态工业园区建设项目等5个项目。2019年末公司土地资产为7宗土地，账面价值合计12,165.94万元，同比增加55.85%，主要系本期购入毕兹卡土地所致。其中1宗抵押土地账面价值1,879.07万元，占土地资产总账面价值的15.45%。

2019年末计入可供出售金融资产仍为28,000.00万元，全部为对重庆市量劲科技有限公司的投资，持股比例为24.56%。由于投资性房地产由成本模式转为公允价值计量模式和政府注入房产，2019年末公司投资性房地产为87,517.55万元，同比大幅增加83.41%，包括原有房产62,938.75万元和政府无偿划转房产24,578.81万元，其中68.51%用于长期借款抵押。2019年末公司在建工程为9,182.17万元，同比增加38.23%，为石柱工业园区标准厂房建设项目。截至2019年末，公司受限资产为61,840.85万元，占总资产的11.50%。

整体来看，2019年公司资产规模小幅增加，但资产主要由存货和应收款项构成，存货主要为工程施工，应收款回收时间不确定，且部分资产受限，资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入来源单一，主要来自基础设施代建业务，政府补助对公司盈利贡献较大

公司营业收入主要来源于基础设施代建业务。2019年公司实现营业收入37,026.63万元，同比下降6.53%；其中委托代建收入35,304.78万元，同比降低9.68%，主要系当期结算项目较少所致。2019年公司综合毛利率为3.17%，同比下降5.85个百分点，主要系2019年公司未确认毛利率较高的石柱县移民生态工业园区建设项目收入，且新增确认各项目收入的增值税所致。2019年末公司已签订委托代建协议的基础建设项目多数接近收尾阶段，主

要代建基础设施建设项目规划总投资495,708.75万元，尚需投资约5,123.10万元，未来收入规模存在不确定性。

公司政府补助对利润贡献较大，2019年收到政府补助17,070.33万元，占当期利润总额的195.54%。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	37,026.63	39,612.34
营业利润	-8,197.47	-3,770.20
营业外收入	17,070.35	14,000.96
利润总额	8,729.93	10,033.65
综合毛利率	3.17%	9.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金转为净流入，但现金回笼情况仍不佳

2019年，公司现金回笼情况有所好转但仍不佳，收现比仅为0.65。由于收到的政府回款增多，项目建设投入资金减少，2019年公司经营活动现金由净流出转为净流入18,996.57万元。

2019年，随着在建工程投入资金的增多，公司投资活动现金净流出金额加大。而随着债务本息的偿还，2019年公司筹资活动现金转为净流出32,365.42万元。随着项目的建设和有息债务的到期，未来公司仍将承受一定资金压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.65	0.31
销售商品、提供劳务收到的现金	24,088.73	12,302.27
收到的其他与经营活动有关的现金	34,877.67	37,428.82
经营活动现金流入小计	58,966.40	49,731.09
购买商品、接受劳务支付的现金	9,903.66	30,189.62
支付的其他与经营活动有关的现金	27,279.14	49,106.01
经营活动现金流出小计	39,969.83	80,242.76
经营活动产生的现金流量净额	18,996.57	-30,511.68
投资活动产生的现金流量净额	-4,201.90	-2,182.13
筹资活动产生的现金流量净额	-32,365.42	2,436.38
现金及现金等价物净增加额	-17,570.75	-30,257.43

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

公司有息债务有所下降但规模仍较大，存在一定偿债压力

得益于投资性房地产计量模式变更、政府资产注入和经营积累，公司净资产规模上升，而受债务偿还的影响，负债规模下降，产权比率下降。截至2019年末，公司负债总额为221,674.34万元，同比下降9.49%；所有者权益为315,850.34万元，同比增加13.88%；产权比率为70.18%，同比下降18.13个百分点。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	221,674.34	244,914.96
所有者权益	315,850.34	277,346.02
产权比率	70.18%	88.31%

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，受应付债券部分到期的影响，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年非流动负债占比83.36%。

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2019年公司其他应付款（不含应付利息）为16,889.69万元，同比增加19.35%，主要系增加企业间借款所致，其中暂借款、押金保证金和企业间借款占比分别为49.08%、19.54%和31.38%。公司一年内到期的非流动负债为16,000.00万元，同比增加71.12%，主要系增加本期债券一年内到期部分所致，其中一年内到期的长期借款和应付债券占比分别为30.00%和70.00%。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019年末公司长期借款为135,775.00万元，年利率在4.41%-6.90%之间。公司应付债券为本期债券。

表 10 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	17,863.30	8.06%	15,359.80	6.27%
一年内到期的非流动负债	16,000.00	7.22%	9,350.00	3.82%
流动负债合计	36,894.73	16.64%	26,679.60	10.89%
长期借款	135,775.00	61.25%	149,075.00	60.87%
应付债券	44,178.99	19.93%	69,160.36	28.24%
非流动负债合计	184,779.61	83.36%	218,235.36	89.11%
负债合计	221,674.34	100.00%	244,914.96	100.00%
其中：有息债务	201,253.99	90.79%	227,585.36	92.92%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由其他应付款中的企业间借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。公司有息债务有所下降但规模仍较大，存在一定偿债压力。截至2019年末，公司有息债务余额为201,253.99万元，同比下降11.57%，占当期总负债的90.79%，其中2020-2022年到期本金额分别为21,300.00万元、92,100.00万元和28,100.00万元。

表 11 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	21,300.00	92,100.00	28,100.00	60,375.00	201,875.00

注：表中合计数与报告正文有息债务余额差异系应付债券利息调整数所致。

资料来源：公司提供

从偿债能力指标上看，公司负债水平有所下降，2019年末资产负债率为41.24%，同比下降5.66个百分点。2019年末公司现金短期债务比大幅下降至0.57，现金类资产对短期有息债务的保障水平较低。随着有息债务规模的下降，2019年公司EBITDA利息保障倍数为1.46，较上年略有上升；有息债务与EBITDA比值为9.87，较上年有所下降。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	41.24%	46.90%
现金短期债务比	0.57	3.69
EBITDA（万元）	20,399.29	17,655.71
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.25
有息债务/EBITDA	9.87	12.89

注：2019 年末短期有息债务包括一年内到期的非流动负债以及其他应付款中短期有息债务。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

三峡担保为本期债券提供连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有公司50%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年5月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表 13 截至 2020 年 5 月 31 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2019年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的57.69%、23.99%和13.00%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费有所回升，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入继续下滑。2019年三峡担保实现营业收入11.11亿元，同比下降2.50%；其中，已赚担保费为6.41亿元，同比增长7.32%；随着存款规模的增加，利息净收入为2.66亿元，同比增长29.82%；而受投资规模下降和投资产品结构调整的影响，投资收益为1.44亿元，同比下降46.31%。

表 14 2017-2019 年三峡担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%	74,138.87	59.90%
利息净收入	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%	20,768.37	16.78%
投资收益	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%	19,125.10	15.45%
其他收入	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%	9,744.03	7.87%
合计	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%	123,776.37	100.00%

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年三峡担保本部当期担保发生额为252.82亿元，同比下降9.66%；期末担保余额为841.06亿元，同比增长4.20%。由于债券融资担保责任余额以《融资担保公司监督管理条例》施行之日2017年10月1日为时间节点采取新老划断方式计算，2019年末三峡担保本部融资担保责任余额下降至294.29亿元，融资担保放大倍数由上年末的8.92倍下降为5.45倍。

截至2019年12月31日，三峡担保资产总额为127.87亿元，所有者权益合计为69.34亿元；2019年度，三峡担保实现营业收入11.11亿元，利润总额3.20亿元。

表 15 2017-2019 年三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
营业收入	11.11	11.39	12.38

已赚担保费	6.41	5.97	7.41
利息净收入	2.66	2.05	2.08
投资收益	1.44	2.69	1.91
利润总额	3.20	3.49	4.89
净资产收益率	4.13%	4.46%	6.12%
担保余额*	841.06	807.17	938.98
融资担保责任余额*	294.29	471.99	253.27
当期担保发生额*	252.82	279.86	303.95
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数*	5.45	8.92	4.53
当期担保代偿率*	1.69%	1.08%	1.16%

注 1：“*”表示数据为母公司口径。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据原重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，自 2018 年起根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算，2019 年同时根据《重庆市地方金融监督管理局关于进一步加强融资担保行业有关监管工作的通知》计算。

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

1、诉讼事项

目前公司作为被告涉及诉讼案件3项，涉及金额合计10,963.21万元。

2019年6月，由于西沱景观工程因水磨溪湿地保护事件影响停工，施工方重庆城建控股集团有限责任公司对公司的赔付方案不服，遂将公司诉讼至法院，请求公司赔偿提前解除合同给其造成的损失共计445.73万元及资金占用利息。该案件目前已开庭，等待判决中。

2018年，受水磨溪湿地保护事件影响，北京丰台区源头爱好者环境研究所将公司以及子公司石柱土家族自治县临港经济开发有限公司诉讼至法院，请求公司停止侵权，消除危

险并赔付环境受到损失至恢复原状期间的服务功能损失共计1,000.00万元（最终以评估确定的数额为准）。该案件目前已开庭，等待判决中。

2020年5月，因石柱县移民生态工业园区统建还房工程款结算问题，重庆长安建设工程有限公司将公司诉讼至法院，请求判令公司立即支付工程款、质保金、资金占用损失、利息违约金及逾期付款违约金共计9,517.48万元。该案件尚未开庭。

2、对外担保

2019年末，公司对外担保金额为103,000.00万元，占期末净资产的32.61%，担保对象主要为国有企业，但金额较大，存在一定的或有负债风险。

表 16 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	是否有反担保
重庆市石柱国有资产经营管理集团有限公司	39,000.00	2034 年 8 月 24 日	无
重庆市石柱国有资产经营管理集团有限公司	27,000.00	2035 年 2 月 20 日	无
重庆石柱农旅融合发展集团有限公司	25,000.00	2032 年 12 月 20 日	无
重庆黄水旅游投资有限公司	10,000.00	2020 年 3 月 20 日	无
石柱土家族自治县卫家保安服务有限公司	1,000.00	2020 年 12 月 26 日	无
重庆隆和建筑工程有限公司	1,000.00	2020 年 12 月 24 日	无
合计	103,000.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

八、评级结论

综上所述，公司为石柱县重要的基础设施建设平台，继续获得外部支持；三峡担保为本期债券提供连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到 2019 年公司资产以存货和应收款项为主，应收款项回收时间不确定，存在一定变现难度，部分资产受限，公司资产流动性较弱；公司收入来源单一，且在建项目尚需投资规模不大，后续收入规模存在一定不确定性，公司现金回笼情况差；公司有息债务规模较大，面临一定的集中偿债压力；公司存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，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	12,205.33	34,459.08	60,033.50
应收账款	47,393.38	34,559.45	49,207.89
其他应收款	37,354.16	30,655.58	8,513.85
存货	310,803.30	334,819.68	333,630.91
流动资产合计	412,407.57	438,226.48	455,000.75
可供出售金融资产	28,000.00	28,000.00	26,800.00
投资性房地产	87,517.55	47,717.12	48,958.11
非流动资产合计	125,117.11	84,034.50	95,073.51
总资产	537,524.68	522,260.98	550,074.26
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	17,863.30	15,359.80	35,265.69
一年内到期的非流动负债	16,000.00	9,350.00	7,200.00
流动负债合计	36,894.73	26,679.60	44,221.80
长期借款	135,775.00	149,075.00	129,025.00
应付债券	44,178.99	69,160.36	68,974.24
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	184,779.61	218,235.36	197,999.24
总负债	221,674.34	244,914.96	242,221.04
有息债务	201,253.99	227,585.36	205,199.24
所有者权益	315,850.34	277,346.02	307,853.22
营业收入	37,026.63	39,612.34	32,554.21
营业利润	-8,197.47	-3,770.20	-2,210.07
营业外收入	17,070.35	14,000.96	13,296.65
净利润	8,720.36	10,000.89	10,990.18
经营活动产生的现金流量净额	18,996.57	-30,511.68	-23,171.57
投资活动产生的现金流量净额	-4,201.90	-2,182.13	-28,557.82
筹资活动产生的现金流量净额	-32,365.42	2,436.38	98,558.90
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	3.17%	9.02%	6.51%
收现比	0.65	0.31	0.26
产权比率	70.18%	88.31%	78.68%
资产负债率	41.24%	46.90%	44.03%
现金短期债务比	0.57	3.69	8.34
EBITDA（万元）	20,399.29	17,655.71	15,681.84

EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.25	2.20
有息债务/EBITDA	9.87	12.89	13.09

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数；2019 年末短期有息债务包括一年内到期的非流动负债以及其他应付款中短期有息债务。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，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

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
石柱土家族自治县临港经济开发有限公司	5,000.00	100.00%	建筑安装业
石柱土家族自治县宏港经济发展有限公司	5,000.00	100.00%	建筑装饰和其他建筑业

资料来源：公司提供

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
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 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+其他应付款中的有息债务+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。