

2014 年嘉峪关市城市基础设施建设
投资开发(集团)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員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【682】号 01

债券简称：PR 嘉峪关/14
嘉峪关债

增信方式：保证担保

担保主体：酒泉钢铁（集
团）有限责任公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2021 年
09 月 23 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期第 3-7 个计
息年度末分别按照债券
发行总额 20%的比例偿
还债券本金，当期利息
随本金一起支付

分析师

姓名：
钟继鑫 何卫平

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@cspengyuan.co
m

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

2014 年嘉峪关市城市基础设施建设投资开发（集团） 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 | 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 28 日 | 2019 年 06 月 24 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”）对嘉峪关市城市基础设施建设投资开发（集团）有限公司（以下简称“嘉峪关城投”或“公司”）及其 2014 年 9 月 23 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、为其发展提供了良好基础，主营业务未来收入较有保障、部分业务具有区域垄断优势，继续获得一定的外部支持，第三方保证担保仍能为本期债券本息的偿付提供保障；同时我们也关注到公司资产整体流动性偏弱，有息债务规模较大，偿债压力较大，存在一定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。2019 年嘉峪关市实现地区生产总值 283.4 亿元，同比增长 6.5%，支柱产业黑色金属冶炼和压延加工业的稳定增长系当地经济的重要支撑。
- 公司主营业务未来收入较有保障，部分业务具有区域垄断优势。公司承接的工程代建项目规模较大，均与政府签订代建协议。截至 2019 年底，已完工未结算工程账面价值 53.26 亿元，其中 29.10 亿元尚未确认收入，工程代建业务收入较有保障。此外，公司的供热业务具有区域垄断优势，业务收入来源较为稳定。
- 公司继续获得一定的外部支持。2019 年公司获得政府补助 3,000.00 万元，作为公司日常经营活动的财政补贴。政府补助占 2019 年利润总额的 32.52%，有效提升了

公司利润水平。

- **第三方担保仍能为本期债券本息的偿付提供保障。**本期债券由酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2019年度，酒钢集团实现营业收入1,035.80亿元，利润总额3.02亿元，经营活动现金净流入57.29亿元，经营状况较好，其提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体流动性偏弱。**2019年末公司资产中存货和投资性房地产合计占比达80.13%，账面价值合计91.71亿元，其中存货中40.75亿元已完工未结算资产及投资性房地产中12.13亿元土地使用权已被用于抵押，合计为52.88亿元，占当期末公司总资产的46.20%，整体资产流动性偏弱。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**截至2019年末，公司有息债务规模55.43亿元，同比增长21.79%，占当期负债总额的86.89%；资产负债率为55.73%，同比提高3.79个百分点；年末有息债务系当年EBITDA的41.29倍，EBITDA利息保障倍数仅为0.81，公司偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2019年末，公司对外提供担保金额为9.48亿元，占期末净资产比例为18.72%，均无反担保措施，部分担保对象为民企，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|--------------|--------------|--------------|------------|
| 总资产 | 1,144,623.71 | 1,040,102.81 | 849,543.44 |
| 所有者权益 | 506,678.30 | 499,896.92 | 493,073.23 |
| 有息债务 | 554,341.04 | 455,168.98 | 279,006.65 |
| 资产负债率 | 55.73% | 51.94% | 41.96% |
| 现金短期债务比 | 1.36 | 3.36 | 2.27 |
| 营业收入 | 116,288.26 | 106,615.92 | 71,317.09 |
| 其他收益 | 3,000.00 | 3,000.00 | 5,000.00 |
| 利润总额 | 9,224.25 | 8,085.92 | 9,573.00 |
| 综合毛利率 | 8.16% | 10.74% | 12.62% |
| EBITDA | 13,425.08 | 12,933.80 | 13,765.37 |
| EBITDA利息保障倍数 | 0.81 | 0.69 | 0.79 |
| 经营活动现金流净额 | -27,470.70 | -161,607.69 | -37,743.98 |

| | | | |
|-----|------|------|------|
| 收现比 | 0.85 | 1.07 | 0.65 |
|-----|------|------|------|

注：2019 年短期有息债务为正文表 11 中 2020 年公司所需偿还本息和。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

酒钢集团主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 1,098.75 | 1,132.97 | 1,110.92 |
| 归属于母公司所有者权益 | 224.69 | 233.94 | 224.12 |
| 资产负债率 | 71.54% | 73.88% | 74.09% |
| 营业收入 | 1,035.80 | 960.72 | 874.37 |
| 净利润 | 1.23 | 1.33 | 3.31 |
| 经营活动现金流净额 | 57.29 | 62.84 | 42.73 |

资料来源：酒钢集团 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

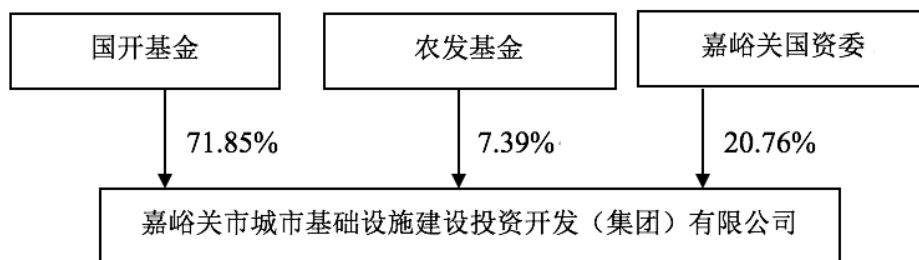
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月23日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于建设嘉峪关市城南片区道路工程、嘉峪关市2014-2016年棚户区改造配套管网及道路工程项目和嘉峪关市机场南路向南延伸路段路桥工程等7个项目。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为213.54万元。

二、发行主体概况

2019年-2020年5月末，公司股权结构、注册资本和实收资本均未发生变化，国开基金、农发基金注入的资金为公司承接的基础设施建设项目专项资金，每笔投资对应一个项目，约定相应的投资和退出期限，并根据投资年限和投资额按1.2%的固定年利率收取投资回报。公司《公司章程》约定，国开基金、农发基金不参与公司日常的经营管理，不向公司派驻董事、监事和高级管理人员。公司控股股东和实际控制人仍为嘉峪关市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事嘉峪关市城市基础设施建设等业务。2019年，公司纳入合并范围的主体无变化。2020年4月公司总经理、董事等高级管理人员发生变更，陈伟出任公司总经理、党委副书记及董事会成员，矫龙出任公司副总经理、党委委员及董事会成员，系公司正常人员变动。

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，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

2019年嘉峪关市区域经济增速有所放缓，但固定资产投资实现反弹

嘉峪关市是甘肃省下辖的地级市，位于甘肃西北部，因1958年国家“一五”计划重点项目“酒泉钢铁公司”的建设而兴起的一座新兴的工业旅游现代化区域中心城市。嘉峪关市是中国五个不设市辖区的地级市之一，全市面积2,935平方公里。2019年末全市常住人

口25.31万人，城镇化率93.68%。

2019年，嘉峪关市实现生产总值283.4亿元，同比增长6.5%，增速较上年下滑0.9个百分点，经济发展有所放缓，主要系第三产业增速明显下滑。分产业类别来看，第一产业增加值4.66亿元，占比很小；第二产业增加值178.1亿元，增长7.6%；第三产业增加值112.49亿元，同比增长4.2%，在三次产业增速中垫底。三次产业结构由上年的1.3：61.1：37.6调整为1.7：62.8：35.5，第二产业仍是嘉峪关市的支柱产业。2019年，嘉峪关市人均GDP为112,219元，为全国人均GDP的1.58倍，但人均GDP水平有所下滑。

分行业来看，2019年，嘉峪关市的五大支柱产业化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业以及电力、热力生产和供应业共完成工业增加值占规模以上工业的97.22%，实现利润总额6.8亿元。2019年工业增加值同比增速分别为-1.7%、27%、3%、3.5%和-1.1%，仅黑色金属冶炼和压延加工业和电力、热力生产和供应业利润有所增长。

投资方面，嘉峪关市全年完成固定资产投资增速由负转正，2019年为11.96%，主要因第二产业投资下跌速度放缓及第三产业投资力度加大。分产业看，其中第二产业投资下降3.07%，第三产业投资增长22.5%，其中房地产开发投资25.15亿元，同比下降1.42%，下降幅度有所趋缓；住宅投资18.58亿元，同比增长18.07%，但棚户区改造仅完成投资3亿元，同比下滑61.29%。房屋施工面积375万平方米，同比增长4.28%；商品房销售面积60.24万平方米，同比下滑24.15%；商品房销售额24.38亿元，下降9.09%，房地产市场景气度一般。

表 1 2018-2019 年嘉峪关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 | 同比增长 | 金额 | 同比增长 |
| 地区生产总值 | 283.4 | 6.5% | 299.62 | 7.4% |
| 第一产业增加值 | 4.66 | 5.2% | 3.98 | 4.6% |
| 第二产业增加值 | 178.1 | 7.6% | 183.15 | 3.2% |
| 第三产业增加值 | 100.6 | 4.2% | 112.49 | 13% |
| 工业增加值 | 171.17 | 7.8% | 171.89 | 3.2% |
| 固定资产投资 | - | 11.96% | - | -19.19% |
| 社会消费品零售总额 | 72.67 | 7.2% | 67.77 | 6.5% |
| 进出口总额 | 10.2 | 53.04% | 21.72 | 20.99% |
| 存款余额 | 383.04 | 10.52% | 346.57 | -8.69% |
| 贷款余额 | 535.66 | 2.5% | 522.57 | 0.74% |
| 人均 GDP（元） | | 112,219 | | 119,418 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 158.30% | | 185.08% |

注：生产总值、各产业增加值和人均生产总值绝对数按现价计算，增长速度按不变价计算。

资料来源：2018-2019 年嘉峪关市国民经济和社会发展统计公报

2019年嘉峪关市实现公共财政收入19.49亿元，同比下降0.98%，其中税收收入15.19亿元，同比下降5.34%。

四、经营与竞争

2019年公司主营业务无重大变化，仍以嘉峪关市城市基础设施建设业务及供热业务为主，在工程代建及供热收入均增长推动下，公司当年营业收入同比增长9.07%，其中工程代建业务收入占比为85.33%，仍是最主要收入来源。物业服务及其他对公司收入贡献程度较小。

毛利率方面，受工程代建业务毛利率下降影响，2019年公司综合毛利率为8.16%，较上年下滑2.58个百分点。

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 |
| 工程代建收入 | 99,229.00 | 6.36% | 95,186.56 | 9.80% |
| 供热收入 | 16,715.14 | 17.62% | 11,196.89 | 17.37% |
| 物业服务收入 | 230.91 | 52.27% | 127.08 | 59.04% |
| 其他业务收入 | 113.20 | 100% | 105.40 | 92.30% |
| 合计 | 116,288.26 | 8.16% | 106,615.92 | 10.74% |

注：其他业务收入主要为房屋销售收入。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建项目中已完工未确认收入工程规模较大，未来收入较有保障

作为嘉峪关市城市基础设施建设主要的投融资主体，公司的工程承包业务采取委托代建方式进行项目投资建设，即公司与嘉峪关市政府授权的相关部门签订工程委托代建协议，作为项目代建人负责项目的投融资，并在规定的期限内完成项目的建设。委托单位根据协议的规定按工程进度向公司支付工程代建款项（由合同代建投资款加计项目代建人投资利息及合理的投资回报构成），公司根据工程进度将这部分建设工程委托代建收入确认为工程代建收入，但存在一定的支付滞后情况。在项目建设结束之后由公司将项目移交给嘉峪关市政府。

2019 年公司工程代建收入来自全部来自棚户区改造（二期）项目，按照工程进度确认项目成本 9.29 亿元，确认收入 9.92 亿元。

表 3 2019 年公司工程代建项目结算情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目成本 | 项目收入 |
|-----------|-----------|-----------|
| 棚户区改造（二期） | 92,914.44 | 99,229.01 |

资料来源：公司提供

此外，2019 年末公司已完工未结算工程账面价值 53.26 亿元，其中 29.10 亿元投入成本尚未确认收入，未来可结转较多收入。需要关注的是，其中 24.16 亿元实际为已确认收入但尚未收现的项目，对公司造成较大的资金占用。

公司募投项目中的嘉峪关市机场南路向南延伸段路桥工程、嘉峪关市现代农业生态示范园建设项目、嘉峪关市兰新铁路第二双线快客站站前广场新建工程和嘉峪关经济技术开发区（工业园区）污水处理项目已在 2016 年末以前完工，嘉峪关市 2014-2016 年棚户区改造配套管网及道路工程项目、嘉峪关市城市南区道路工程、嘉峪关经济技术开发区（工业园区）道路及附属工程也于 2018 年完工。截止 2019 年末，公司募投项目几乎全部确认收入，仅剩 186.00 万元尚未确认，目前主要在建项目仅剩棚户区改造（二期）项目。截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资合计 46.59 亿元，后续仅需投资 0.80 亿元。目前公司代建项目数量较少，业务可持续性不佳。

表 4 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 已投资 | 运营模式 |
|-----------|------------|------------|------|
| 棚户区改造（二期） | 465,850.00 | 457,800.73 | 代建 |
| 合计 | 465,850.00 | 457,800.73 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的供热业务具有区域垄断优势，盈利能力较为稳定

公司子公司嘉峪关市供热公司是嘉峪关市重要的转供热机构，目前已建成 21 座换热站、1 座大型热源厂，供热面积达 784 万平方米、供热管网 400 公里，承担全市 52 个大街区、7 万户左右居民和市属行政事业单位的供热，供热范围稳定增长，在嘉峪关市内具有较强的区域经营垄断优势。2019 年公司供热价格未变，但随着公司换热站数量的增加，供热面积明显提升，2019 年实现供热业务收入 16,715.14 万元，同比大幅增长 49.28%，实现毛利率 17.62%，利润水平较为稳定。

表5 公司供热业务情况

| | 2019 年 | 2018 年 |
|------------|--------|-----------------|
| 换热站（座） | 21 | 16 |
| 大型热源厂（座） | 1 | 1 |
| 供热面积（万平方米） | 784 | 610 |
| 承担街区数（个） | 52 | 45 个大街区，79 个小街区 |

| | | |
|------------|-----|-----|
| 使用供热居民数（万） | 6.4 | 6 |
| 供热管网（公里） | 400 | 380 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当地政府继续在政府补助方面给予公司支持

根据 2020 年 1 月 2 日嘉峪关市财政局的“嘉财字【2020】1 号”文件，嘉峪关市财政局向公司拨付 3,000.00 万元，作为对公司日常经营活动的财政补贴。

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亚太会计师事务所（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年公司纳入合并范围的主体无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但代建项目和土地资产占比较大且部分已用于抵押，整体流动性偏弱

2019年末公司货币资金余额9.34亿元，无使用受限情况。公司其他应收款主要是应收资金拆借款及往来款，2019年末规模变动不大，主要为5.03亿对嘉峪关市文旅集团（以下简称“嘉峪关文旅”）的应收往来款，年末已计提坏账准备2,614.75万元；2019年末按欠款方归集的其他应收款前五名合计占当期末其他应收款余额的98.95%，集中度高，应收对象前五主要为国有企业或政府部门，回收风险不大，但回收时间存在一定不确定性。截至2019年末，公司存货账面价值53.28亿元，同比增长8.24%，主要系新增已完工未结算项目成本。已完工未结算资产主要为嘉峪关市2014-2016年棚户区改造工程等项目及本期债券募投项目的投入，由于未及时结算，对公司资金形成较大占用，其中40.75亿元已完工未结算资产已被用于抵押，占全部已完工未结算资产的76.51%。2019年末公司其他流动资产规模同比增长较大，主要系新增理财产品2.87亿元。

公司可供出售金融资产为对中石油昆仑燃气公司、甘肃银行股份有限公司和嘉峪关市公共交通有限责任公司（以下简称“嘉峪关公交公司”）的股权投资，按照成本计量，2019年末在被投资单位持股比例分别为1.00%、1.27%和19.80%，2019年公司可供出售金融资产共获得现金分红收益376.88万元。公司投资性房地产为49宗国有土地使用权，土地性质

为出让，按照公允价值模式计量，2019年末账面价值为38.43亿元；其中22宗国有土地使用权已用于抵押，其账面价值合计12.13亿元，占比31.56%。

整体来看，公司资产以存货和投资性房地产为主，其中存货中40.75亿元已完工未结算资产及投资性房地产中12.13亿元土地使用权已被用于抵押，合计为52.88亿元，占当期末公司总资产的46.20%，公司资产流动性偏弱。

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 | 93,350.68 | 8.16% | 67,149.29 | 6.46% |
| 其他应收款 | 69,398.59 | 6.06% | 69,681.61 | 6.70% |
| 存货 | 532,810.49 | 46.55% | 492,264.40 | 47.33% |
| 其他流动资产 | 29,858.75 | 2.61% | 702.97 | 0.07% |
| 流动资产合计 | 738,555.45 | 64.52% | 636,076.03 | 61.16% |
| 可供出售金融资产 | 12,736.44 | 1.11% | 12,724.69 | 1.22% |
| 投资性房地产 | 384,321.19 | 33.58% | 383,284.29 | 36.85% |
| 非流动资产合计 | 406,068.26 | 35.48% | 404,026.78 | 38.84% |
| 资产总计 | 1,144,623.71 | 100.00% | 1,040,102.81 | 100.00% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入小幅增长，政府补贴有效提升了公司利润水平

2019年公司实现营业收入116,288.26万元，同比增长9.07%，其中工程代建业务收入小幅增长，但供热收入增长较大，2019年上述两项业务占比分别为85.33%和14.37%，供热收入占比有所提升。考虑到公司已完成未结算资产规模较大且供热业务收入稳定性较高，公司未来收入持续性较好。

毛利率方面，2019年公司工程代建收入全部来自于棚改项目，加成比例较低，使得公司工程代建业务毛利率有所下滑，而供热业务毛利率较为稳定，因此2019年公司综合毛利率下降2.58个百分点。

2018年公司新增单笔对嘉峪关市文旅的大规模其他应收款，当年较大规模资产减值损失均来自于该笔应收款计提的坏账损失，2019年坏账损失大幅减少。此外，2019年公司继续获得政府补助3,000.00万元，仍较好提升了公司的利润水平。受资产减值损失减少影响，2019年公司利润总额为9,224.25万元，同比增长14.08%。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 116,288.26 | 106,615.92 |
| 资产减值损失 | 241.00 | 2,549.14 |
| 其他收益 | 3,000.00 | 3,000.00 |
| 营业利润 | 9,204.99 | 8,037.66 |
| 利润总额 | 9,224.25 | 8,085.92 |
| 综合毛利率 | 8.16% | 10.74% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况有所下滑，主要在建项目尚需投资规模较小，对外筹资力度减弱

2019年公司代建业务收现情况有所下滑，收现比下滑至0.85，收现水平尚可。2019年公司工程代建业务棚户区改造等项目建设支出较上年大幅下滑，使得2019年公司经营活动现金流净流出规模大幅减少，仅为2.75亿元，远低于上年水平。

2019年公司投资活动现金流主要为购买理财所支出的现金2.87亿元。2019年公司对在建项目投入远小于上年，融资力度也有放缓，取得银行借款13.73亿元，较上年大幅减少。此外，公司有息债务偿还力度也有所加大，受此影响，2019年公司筹资活动现金净流入8.25亿元，同比减少53.63%。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资规模较小，资金压力较小。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|----------------------|-------------------|--------------------|
| 收现比 | 0.85 | 1.07 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 99,311.88 | 114,212.75 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 46,222.25 | 3,594.45 |
| 经营活动现金流入小计 | 145,534.13 | 117,807.20 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 114,338.18 | 215,073.45 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 53,750.85 | 60,049.84 |
| 经营活动现金流出小计 | 173,004.83 | 279,414.90 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -27,470.70 | -161,607.69 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -28,859.32 | -249.41 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 82,531.41 | 177,989.26 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 26,201.40 | 16,132.16 |

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

公司有息债务规模较大，偿债压力较大

受对外借款规模增加的影响，2019年末公司负债总额为63.79亿元，同比增长18.09%。而公司利润规模较小，所有者权益仅小幅增长。公司产权比率进一步提高至125.91%，所有者权益对负债的覆盖程度有所削弱。

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 | 637,945.41 | 540,205.89 |
| 所有者权益 | 506,678.30 | 499,896.92 |
| 产权比率 | 125.91% | 108.06% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款主要为应付土地款及工程款，整体规模较小且同比变化不大。其他应付款主要为应付往来款，2019 年末余额 5.43 亿元，其中应付甘肃省扶贫开发和棚户区改造投资有限责任公司的款项为 3.66 亿元。公司一年内到期的非流动负债系所需偿还本期债券一年内到期的本金。

截至 2019 年末，公司长期借款余额为 46.05 亿元，同比大幅增长 16.46%，其中质押借款 40.75 亿元，保证借款 5.30 亿元，质押物为 40.75 亿元已完工未结算项目未来回购款，保证借款保证人为嘉峪关文旅。应付债券为本期债券，2019 年末有所减少主要系本期债券本金转入一年内到期的非流动负债。2019 年末公司新增长期应付款 5.40 亿元，全部为房管局划拨的棚户区改造专项债券。

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 |
| 应付账款 | 8,544.27 | 1.34% | 8,639.67 | 1.60% |
| 其他应付款 | 54,290.29 | 8.51% | 55,985.31 | 10.36% |
| 一年内到期的非流动负债 | 20,000.00 | 3.14% | 20,000.00 | 3.70% |
| 流动负债合计 | 100,129.86 | 15.70% | 101,821.62 | 18.85% |
| 长期借款 | 460,474.00 | 72.18% | 395,400.00 | 73.19% |
| 应付债券 | 19,867.04 | 3.11% | 39,768.98 | 7.36% |
| 长期应付款 | 54,000.00 | 8.46% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 537,815.56 | 84.30% | 438,384.27 | 81.15% |
| 负债合计 | 637,945.41 | 100.00% | 540,205.89 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 554,341.04 | 86.89% | 455,168.98 | 84.26% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年，公司有息债务规模为55.43亿元，同比增长21.79%，占当期负债总额的

86.89%。根据公司提供的有息债务偿还计划，未来三年公司需偿还的本金规模较大，中短期偿债压力较大。

表 11 截至 2019 年末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 |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 本息和 | 68,640.05 | 69,600.06 | 49,962.75 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司资产负债率为55.73%，同比提高3.79个百分点。公司现金短期债务比较高，但实际一年内债务偿还规模较大，仍存在一定中短期偿债压力。而随着2019年公司利润水平的稳定增长，EBITDA规模也有所增长，EBITDA利息保障倍数上升至0.81，EBITDA对利息的保障程度仍较低，长期偿债压力较大。

表 12 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 55.73% | 51.94% |
| 现金短期债务比 | 1.36 | 3.36 |
| EBITDA（万元） | 13,425.08 | 12,933.80 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.81 | 0.69 |
| 有息债务/EBITDA | 41.29 | 35.19 |

注：2019 年短期有息债务为表 11 中 2020 年公司所需偿还本息和。

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

2019年酒钢集团收入保持增长，经营活动现金流表现较好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券本息的偿付提供保障

本期债券由酒钢集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。酒钢集团是西北地区建设最早、规模最大的钢铁联合企业，主要生产和销售钢坯、线材、棒材、板材、碳钢卷板和不锈钢卷等产品，同时发展贸易、铝业、房地产、金融、农产品等非钢产业。酒钢集团近年来营业收入构成及毛利率情况如表13所示。

表 13 酒钢集团营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 钢铁板块 | 324.97 | 17.33% | 310.93 | 17.52% |
| 铝板块 | 239.70 | 5.74% | 223.61 | 6.12% |
| 物资贸易板块 | 430.79 | 1.11% | 380.37 | 0.71% |

| | | | | |
|-----------|-----------------|--------------|---------------|--------------|
| 动力、冶金、新能源 | 9.72 | 12.41% | 7.39 | 16.48% |
| 房地产板块 | 10.88 | 26.91% | 9.01 | 31.31% |
| 金融板块 | 1.63 | 63.46% | 1.57 | 63.68% |
| 酒店服务及运输物流 | 0.92 | 51.18% | 1.19 | 54.49% |
| 农产品及酒饮 | 3.70 | 28.64% | 4.30 | 28.29% |
| 其他 | 13.49 | 27.57% | 22.34 | 23.02% |
| 合计 | 1,035.80 | 8.23% | 960.72 | 8.63% |

资料来源：酒钢集团 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，酒钢集团资产总额为1,098.75亿元，所有者权益合计312.72亿元，资产负债率为71.54%；2019年度，酒钢集团实现营业收入1,035.80亿元，利润总额3.02亿元，经营活动现金流净额57.29亿元。

表 14 酒钢集团主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 1,098.75 | 1,132.97 | 1,110.92 |
| 所有者权益合计 | 312.72 | 295.94 | 287.83 |
| 有息债务 | 637.69 | 680.28 | 669.35 |
| 资产负债率 | 71.54% | 73.88% | 74.09% |
| 流动比率 | 0.42 | 0.44 | 0.46 |
| 速动比率 | 0.24 | 0.24 | 0.24 |
| 营业收入 | 1,035.80 | 960.72 | 874.37 |
| 营业利润 | 2.87 | 1.69 | 8.56 |
| 利润总额 | 3.02 | 2.02 | 6.31 |
| 综合毛利率 | 8.23% | 8.63% | 11.31% |
| 总资产回报率 | 2.56% | 2.61% | 2.86% |
| EBITDA | 58.93 | 58.64 | 62.32 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.27 | 1.97 | 2.38 |
| 经营活动现金流净额 | 57.29 | 62.84 | 42.73 |

资料来源：酒钢集团 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

酒钢集团作为西北地区建设最早、规模最大的钢铁联合企业，仍具有区域竞争优势和规模优势；2017年以来，酒钢集团营业收入逐年递增，经营活动现金流表现较好。

我们也关注到，2019年，受钢铝主业生产成本要素上涨和钢铝材市场价格波动较大的影响，酒钢集团盈利能力有所下滑；酒钢集团资产负债率较高，有息债务规模较大，偿债压力较大；酒钢集团对外担保面临一定的或有负债风险。

经中证鹏元综合评定，酒钢集团主体长期信用等级为AA，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息的偿付提供保障。

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日起至报告查询日（2020年4月15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）对外担保分析

截至2019年末，公司对外提供担保金额为9.48亿元，占期末净资产比例为18.72%。公司对外担保规模较大，担保对象除嘉峪关一特汽车制造有限公司外均为国有企业，但均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表 15 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

| 序号 | 被担保方 | 担保金额 | 担保到期日 | 是否有反担保 | 企业性质 |
|----|---------------|------------------|------------|--------|------|
| 1 | 嘉峪关文化旅游集团有限公司 | 20,000.00 | 2022.10.16 | 否 | 国有企业 |
| 2 | 嘉峪关文化旅游集团有限公司 | 44,632.66 | 2027.01.24 | 否 | 国有企业 |
| 3 | 嘉峪关一特汽车制造有限公司 | 30,000.00 | 2023.05.14 | 否 | 民营企业 |
| 4 | 嘉峪关市市政工程公司 | 200.00 | 2028.01.10 | 否 | 国有企业 |
| | 合计 | 94,832.66 | - | - | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年嘉峪关支柱产业黑色金属冶炼和压延加工业的稳定增长，推动当地经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司工程代建业务尚未结算资产规模较大，未来收入较有保障，供热业务具有区域垄断性。作为嘉峪关市重要的基础设施建设投融资主体，公司仍获得一定程度的政府支持，收到的政府补贴有效提升了公司利润水平。此外，酒钢集团经营状况良好，其提供的保证担保仍能为本期债券本息的偿付提供保障。

同时我们关注到，资产中的代建项目和土地使用权占比较大且部分已用于抵押，资产整体流动性偏弱，同时，公司有息债务规模有所增长，偿债压力仍较大，且公司对外担保金额较大，均未设置反担保措施，部分担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，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 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 | 93,350.68 | 67,149.29 | 51,017.13 |
| 存货 | 532,810.49 | 492,264.40 | 365,365.14 |
| 投资性房地产 | 384,321.19 | 383,284.29 | 383,181.10 |
| 总资产 | 1,144,623.71 | 1,040,102.81 | 849,543.44 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 2,500.00 |
| 其他应付款 | 54,290.29 | 54,751.30 | 55,779.44 |
| 一年内到期的非流动负债 | 20,000.00 | 20,000.00 | 20,000.00 |
| 长期借款 | 460,474.00 | 395,400.00 | 196,900.00 |
| 应付债券 | 19,867.04 | 39,768.98 | 59,606.65 |
| 长期应付款 | 54,000.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总负债 | 637,945.41 | 540,205.89 | 356,470.21 |
| 有息债务 | 554,341.04 | 455,168.98 | 279,006.65 |
| 所有者权益 | 506,678.30 | 499,896.92 | 493,073.23 |
| 营业收入 | 116,288.26 | 106,615.92 | 71,317.09 |
| 营业利润 | 9,204.99 | 8,037.66 | 9,543.15 |
| 其他收益 | 3,000.00 | 3,000.00 | 5,000.00 |
| 利润总额 | 9,224.25 | 8,085.92 | 9,573.00 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -27,470.70 | -161,607.69 | -37,743.98 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -28,859.32 | -249.41 | -778.75 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 82,531.41 | 177,989.26 | 3,268.44 |
| 财务指标 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 综合毛利率 | 8.16% | 10.74% | 12.62% |
| 收现比 | 0.85 | 1.07 | 0.65 |
| 产权比率 | 125.91% | 108.06% | 72.30% |
| 资产负债率 | 55.73% | 51.94% | 41.96% |
| 现金短期债务比 | 1.36 | 3.36 | 2.27 |
| EBITDA（万元） | 13,425.08 | 12,933.80 | 13,765.37 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.81 | 0.69 | 0.79 |
| 有息债务/EBITDA | 41.29 | 35.19 | 20.27 |

注：2019年短期有息债务为表11中2020年公司所需偿还本息和。

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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 | 货币资金 |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$ |

附录三 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。 |