

2018 年第一期及第二期
彭泽县城市建设投资有限公司
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【984】号 01

债券简称：
第一期：18 彭泽债 01/18
彭泽 01；
第二期：18 彭泽债 02/18
彭泽 02

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：
9 亿元（其中第一期 5 亿
元，第二期 4 亿元）

债券到期日期：
第一期：2025 年 4 月 19
日，第二期：2025 年 8
月 31 日

债券偿还方式：两期债
券均按年计息，每年付
息一次，在债券存续期
的第 3 至第 7 个计息年
度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：
田珊 党雨曦
电话：
021-51035670
邮箱：
tiansh@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

2018 年第一期及第二期彭泽县城市建设投资有限公司公司 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	第一期：AAA；第二期：AAA	第一期：AAA；第二期：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 08 月 27 日	2019 年 5 月 21 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”）对彭泽县城市建设投资有限公司（以下简称“彭泽城投”或“公司”）及其 2018 年 4 月 19 日发行的第一期公司债券（以下简称“18 彭泽债 01”/“18 彭泽 01”）与 2018 年 8 月 31 日发行的第二期公司债券（以下简称“18 彭泽债 02”/“18 彭泽 02”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“18 彭泽债 01”信用等级维持为 AAA，“18 彭泽债 02”信用等级维持为 AAA，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区域经济快速增长，固定资产投资增速较快，为公司发展提供了一定基础，公司承担区域内重要建设职能任务，且业务持续性仍然较好，并且重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效地提升“18 彭泽债 01”和“18 彭泽债 02”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，收现情况急剧下降，在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力，有息债务规模有所上升，并存在一定的或有负债损失风险等风险因素。

正面：

- 区域经济快速增长，固定资产投资增速较快，为公司发展提供了一定基础。2019 年彭泽县实现 GDP167.6 亿元，同比增长 8.8%；区域经济保持较快增长，工业经济平稳发展，固定资产投资继续成为拉动经济增长的重要因素，房地产投资与开发面积均呈现高速增长。
- 公司承担区域内重要建设职能任务，且业务持续性仍然较好。公司承担彭泽县的

基础设施建设职责，在建项目较多，截至 2019 年末，公司主要在建的基础设施建设项目预计总投资为 39.69 亿元，尚需投入资金 16.97 亿元，且存货中已投待结转的账面余额为 19.54 亿元，未来业务持续性较好。

- **三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“18 彭泽债 01”和“18 彭泽债 02”的信用水平。**三峡担保主营业务持续稳定，经营实力强，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仍能有效提升“18 彭泽债 01”和“18 彭泽债 02”的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司资产中应收款项、存货和投资性房地产占比合计为 89.40%，应收款项回款时间具有不确定性，土地和投资性房地产抵押比例较高，资产整体流动性较弱。
- **公司收现情况急剧下降，面临较大的资金压力。**2019 年公司收现比急剧下降至 0.08，现金回笼情况很差，当年经营性活动现金净流出 0.86 亿元。截至 2019 年末，公司主要代建项目尚需投资 16.97 亿元，考虑到公司体量而言，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模有所上升。**随着公司新增 4.24 亿元债务融资计划，2019 年末公司有息债务规模为 14.19 亿元，同比上升 20.61%，刚性偿债压力有所上升。
- **公司存在一定的或有负债损失风险。**截至 2019 年末，公司对外提供的担保总额为 20.94 亿元，占期末所有者权益的 54.93%，被担保企业均为当地的事业单位和国有企业，但公司对外被担保均未设置反担保，公司面临一定的或有负债损失风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	637,372.22	688,258.34	606,433.94
所有者权益	381,245.26	392,822.98	378,417.57
有息债务	141,936.47	117,683.36	59,800.00
资产负债率	40.18%	42.93%	37.60%
现金短期债务比	366.07%	266.03%	95.70%
营业收入	70,998.84	70,981.24	69,202.03
其他收益	0.00	2,655.70	0.00
利润总额	22,424.84	11,705.40	10,442.80
综合毛利率	17.01%	15.50%	15.54%

EBITDA	25,248.73	14,436.98	11,631.19
EBITDA 利息保障倍数	1.66	0.82	0.64
经营活动现金流净额	-8,574.17	-63,609.04	27,773.26
收现比	0.08	0.77	1.59

注：本表数据均为当年审计报告的期末数。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（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	69.34	68.65	66.14
融资担保责任余额	294.29	471.99	253.27
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%

资料来源：三峡担保2018-2019年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年4月19日和2018年8月31日分别公开发行7年期5亿元公司债券和7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于彭泽县城市生态大型停车场建设项目、彭泽县彭湖湾工业园区污水处理厂及管网配套工程基础设施建设项目、彭泽县矾山工业园区（二期）第二污水处理厂及管网配套工程基础设施建设项目及补充流动资金。截至2019年12月31日，“18彭泽债01”和“18彭泽债02”募集资金专项账户余额为33.86万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，注册资本和实收资本仍为10,000.00万元，控股股东仍为彭泽县城市发展建设集团有限公司，实际控制人仍为彭泽县人民政府。2020年度，公司董事、监事、总经理发生变动，董事变更为吴涛、许格凡、李文、王朝霞和刘清；监事变更为欧阳洁、陈英和汪俊平；总经理变更为吴涛。

2019年度，公司主营业务未发生变化，仍主要从事彭泽县范围内的基础设施建设业务，合并报表范围内有1家子公司，未发生变化。

图 1 截至 2020 年 7 月末公司股权关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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年彭泽县经济保持较快增长势头，固定资产投资增速对经济拉动作用明显，房地产投资增速较快，但经济总量仍偏小，工业基础仍薄弱

2019年彭泽县经济总量保持较快的增长势头，2019年全县实现地区生产总值167.6亿元，同比增长8.8%，三次产业比由2018年的15.1:55.2:29.7调整为14.5:49.0:36.5，第三产业比重有所提升，第二产业仍占据经济主导地位。但整体来看，彭泽县工业基础仍较薄弱，经济总量偏小。就人均情况来看，2019年彭泽县按常住人口计算的人均GDP为45,943.37元，为全国人均GDP的64.81%，人均GDP水平较低。

2019年彭泽县工业经济平稳发展，当年全县实现规模以上工业总产值435.5亿元，同比增长10.2%。分轻重工业看，规模以上轻工业产值185.2亿元，同比增长7.3%；重工业产值250.3亿元，同比增长12.4%。效益方面，全年规模以上工业实现利润24.1亿元，比上年增长9.6%，实现主营业务收入411.1亿元，同比增长3.7%。主营业务收入过亿元的企业94个，过5亿元的企业28个，工业基础仍较为薄弱。

2019年彭泽县固定资产投资金额为129.8亿元，同比增长9.9%，是拉动当地经济增长的最重要因素。按产业划分，全县一、二、三次产业投资分别为2.6亿元、110.3亿元和16.9亿元。2019年彭泽县房地产开发投资为6.2亿元，比上年增长83.2%。商品房竣工面积13.1万平方米，增长50.5%；商品房销售面积44.5万平方米，下降20.7%；商品房销售额20.1亿元，下降10.3%。

从零售、贸易和金融领域来看，2019年彭泽县社会消费品零售总额持续较快增长，规模为33.8亿元，增长10.8%。2019年当地存贷款余额分别为172.1亿元和109.7亿元，较上年均有明显增加，金融对实体经济的支撑力度逐步加大。总体来看，2019年彭泽县经济保持较快增长，产业结构进一步优化，但经济总量仍然偏小。

表1 2018-2019年彭泽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	167.6	8.8%	142.0	9.1%
第一产业增加值	24.3	3.1%	21.5	15.1%
第二产业增加值	82.1	9.3%	78.6	55.2%
第三产业增加值	61.3	10.0%	42.4	29.7%
全年固定资产投资	129.8	9.9%	118.1	11.4%
社会消费品零售总额	33.8	10.8%	30.5	10.9%
存款余额	172.1	-	162.2	-
贷款余额	109.7	-	96.1	-
人均 GDP (元)	45,943.37		39,026.64	
人均 GDP/同期全国人均 GDP	64.81%		60.37%	

注：标-数据无法获得；2018-2019年年彭泽县未公开披露人均 GDP 数据，当地人均 GDP=地区生产总值/当地常住人口。

资料来源：《2018-2019年彭泽县国民经济和社会发展统计公报》，中证鹏元整理

2019彭泽县实现公共财政收入17.5亿元，同比增长7.1%，税收收入23.1亿元；同期彭泽县公共财政支出为41.2亿元，同比增长21.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为42.48%。

四、经营与竞争

2019年以来，公司仍是彭泽县主要的城市建设投融资平台和国有资产运营主体，主要从事彭泽县范围内的基础设施建设业务，职能作用没有变化。公司营业收入主要来自工程建设业务，2019年实现营业收入7.10亿元，与上年基本保持一致。此外，公司将政府注入的房产出租给彭泽县房管局，实现一定的房产租赁收入，但规模较小。综合毛利率方面，由于公司代建的基础设施工程由政府按照工程实际造价加成20%比例进行结算，因此该业务毛利率较为稳定；因2019年1月公司变更会计政策，投资性房地产改为公允价值模式计量，当年房产租赁业务业务成本为0，毛利率增至100.00%，受此影响，2019年公司综合毛利率小幅增长至17.01%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	68,650.77	14.17%	68,491.92	14.17%
房产租赁	2,348.07	100.00%	2,489.32	52.26%
合计	70,998.84	17.01%	70,981.24	15.50%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司工程建设收入与上年基本保持一致，目前承担的项目较多，未来业务可持续性较好，但亦面临较大的资金压力

作为彭泽县重要的基础设施建设主体，近年公司承担了彭泽县多个市政工程项目的建设。公司按项目与彭泽县人民政府签署《彭泽县市政工程项目建设协议》，协议将具体项目委托给公司投资建设，项目建设期内的建设资金部分由财政拨款，剩余由公司负责筹措，彭泽县人民政府按审定的工程实际造价加成20%的投资回报与公司进行结算。公司按照每年结算金额确认收入，2019年度公司确认工程代建收入6.87亿元，与上年基本保持一致。我们注意到，公司代建工程项目虽然与彭泽县人民政府签订委托建设协议，但协议并未约定付款时间，值得关注的是，工程款的实际支付时间具有一定不确定性。

表3 2019年公司工程建设收入确认情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
矾山生态工业园三期征地拆迁	35,993.09	30,894.07
彭泽县澎湖湾工业园区定山片区房屋拆迁工程	17,330.36	14,875.22
彭泽县优质高中（黄岭片）征地拆迁项目	373.79	320.83
彭泽县园区定山镇东光村（垌太路以东）征地拆迁项目	9,228.19	7,920.86
彭泽县园区芙蓉墩镇三联村（垌太路以东）征地拆迁项目	1,269.71	1,089.83
彭泽县园区芙蓉墩镇太字村（垌太路以东）征地拆迁项目	4,455.64	3,824.42
合计	68,650.77	58,925.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要在建的基础设施项目¹包括矾山工业园四期征地拆迁、城镇生活污水处理设施配套管网工程、彭泽县县城新区市政工程项目和双峰尖森林公园渊明湖湿地公园建设项目等。截至2019年末，公司主要基础设施建设项目总投资39.69亿元，累计已投资23.14亿元，存货中已投待结转的账面余额为19.54亿元，部分项目已投资额超过计划总投资额，公司尚需投入资金16.97亿元。公司在建项目较多，未来业务可持续性仍较好。

表4 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目名称	计划总投资	已投资	账面余额
矾山工业园四期征地拆迁	24,000.00	21,987.61	21,987.61
城镇生活污水处理设施配套管网工程	12,000.00	14,838.69	14,838.69
彭泽县县城新区市政工程项目	15,000.00	10,872.74	10,872.74
双峰尖森林公园渊明湖湿地公园建设	15,000.00	10,236.94	10,236.94
芙蓉墩镇片区（铁炉山）棚改项目	20,000.00	9,452.63	9,452.63
中医院改扩建项目	12,000.00	7,935.82	7,935.82
芙蓉墩镇片区（钓鱼台）棚改项目	14,920.00	6,822.39	6,822.39
东风路片区综合整治工程	6,000.00	6,236.36	6,236.36
彭泽县彭湖湾工业园区标准化厂房基础设施建设项目	12,300.00	5,468.44	5,468.44
龙城镇沿江片区棚户区改造项目	30,000.00	5,417.12	5,417.12
彭泽县湖双线（工业园-泉水段）一级公路改建工程项目	5,300.00	5,265.45	5,265.45
彭泽县 2017 年高标准农田建设项目	24,000.00	5,258.86	5,258.86
鸿达物流项目征地拆迁	5,000.00	5,072.38	5,072.38
易地扶贫搬迁项目	5,500.00	5,001.68	5,001.68
定山园区棉洲圩征地拆迁工程	5,000.00	4,821.58	4,821.58
工业园区污水处理配套管网工程	8,600.00	4,701.44	4,701.44
彭泽县定山片区红光棚改项目征地拆迁工程	6,700.00	4,606.94	4,606.94
芙蓉凉亭二期房屋征收项目	4,000.00	4,020.64	4,020.64
现代农业示范园(太泊湖)项目	30,000.00	3,837.90	3,837.90
国土局 60 亩以下土地开发项目	4,000.00	3,803.37	3,803.37
狄公小学建设工程	3,500.00	3,086.68	3,086.68
彭湖湾污水处理厂项目	8,000.00	2,301.87	2,301.87
黄花片区棚改项目	6,130.00	2,224.15	2,224.15
龙城二库片区棚改项目房屋拆迁工程	3,000.00	2,224.15	2,224.15
彭泽县定龙公路改造工程	2,100.00	2,095.73	2,095.73
龙兴路健身景观长廊建设	1,476.00	1,996.74	1,996.74
迎宾大道扩征（黄花段）征地拆迁项目	2,000.00	1,806.01	1,806.01
朝阳储备库区改造工程	1,200.00	1,617.84	1,617.84

¹ 根据公司提供的说明，出于会计核算和财务管理的考虑，公司对募投项目进行账务处理时，按照明细的投资项目（以下称“明细项目”）进行会计核算，而非按照政府有权部门审批确认的建设项目名称（以下称“总体项目”）进行会计核算。同时，公司严格执行企业会计准则的要求，将达到预定可使用状态的在建工程项目转入固定资产等科目进行会计核算。因此，可能存在某个体量较大的总体项目中，部分明细项目已经转入固定资产等其他科目，剩余部分明细项目仍然作为在建工程。

高级中学工程建设	30,000.00	1,460.03	1,460.03
农机厂旧城改造拆迁项目	1,500.00	1,431.37	1,431.37
迎宾大道景观提升项目（黄岭）征地拆迁工程	1,500.00	1,407.68	1,407.68
学前路联湖路征地拆迁建设	1,200.00	1,139.17	1,139.17
马湖新区建设工程	1,000.00	994.62	994.62
矾山工业园四期（马当镇）征地拆迁项目	1,000.00	968.33	968.33
疏港通道(龙城)工程建设	1,280.00	825.55	825.55
龙城镇“心连心”项目扩征土地拆迁工程	1,000.00	804.95	804.95
彭泽县矾山园区（六期）项目马当片区征地拆迁工程	2,200.00	726.30	726.30
矾山生态工业园三期征地拆迁	32,000.00	30,894.07	-
彭泽县澎湖湾工业园区定山片区房屋拆迁工程	22,000.00	14,875.22	-
彭泽县园区定山镇东光村（垌太路以东）征地拆迁项目	10,000.00	7,920.86	-
彭泽县园区芙蓉墩镇太字村（垌太路以东）征地拆迁项目	4,500.00	3,824.42	-
彭泽县园区芙蓉墩镇三联村（垌太路以东）征地拆迁项目	1,000.00	1,089.83	-
合计	396,906.00	231,374.55	172,770.15

注：部分项目投资额已超出预计总投资规模；本表按账面余额的降序排列。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2019年公司仍将位于东风路40号等多处房产租赁给彭泽县房管局，当年实现公司房产租赁收入为0.23亿元，较上年略微下降5.67%，是公司营业收入的有益补充。毛利率方面，因2019年公司变更会计政策，自2019年1月10起投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，导致房产租赁业务成本为0，当年毛利率增至100.00%。

2019年公司被收回部分土地和房产，一定程度上降低了公司的资本实力

2019年1月4日，根据彭泽县人民政府《彭泽县人民政府关于收回彭泽县城市建设投资有限公司16宗土地的通知》，将公司位于彭泽县江河片区、龙城镇柳州路的12宗土地收回。本公司根据文件要求，按照被收回土地的账面价值3.76亿元冲减资本公积。

2019年1月4日，根据彭泽县人民政府《彭泽县人民政府关于收回彭泽国有资产建设投资有限公司22处房产的通知》，将公司位于东风路、东风街、龙城大道等22处房产收回。本公司根据文件要求，按照被收回房产的账面价值0.21亿元冲减资本公积。

以上资产收回共计减少公司资本公积3.97亿元，在一定程度上降低了公司的资本实力。

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大华会计师事务所（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，报告采用新会计准则编制。2019年公司变更会计政策，自2019年1月10日起投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，对2018年度和2018年12月31日部分报表项目进行调整，但以下分析仍采用原2018年审计报告的期末数。2018-2019年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

因政府收回部分资产，2019年公司资产规模有所下降，资产结构仍以流动性资产为主，但以土地为主的存货占比很大，且资产受限规模较大，整体流动性较弱

由于政府回收部分土地和房产，2019年公司资产规模同比下降7.39%，至63.74亿元。从资产结构上看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比例为82.95%。

截至2019年末，货币资金余额为3.95亿元，其中1.12亿元使用受限，主要系定期存单用于银行质押借款。应收账款全部来自应收彭泽县财政局的工程款及租金，截至2019年末，应收账款的账面价值为7.75亿元，考虑到欠款方为政府单位，信用风险较小，但回款时间仍具有一定不确定性。其他应收款主要是往来款，2019年末账面价值为5.86亿元，部分款项账龄超过1年，回收时间不确定，对公司资金造成一定占用。公司存货包括工程施工和待开发土地，工程施工为基础设施建设项目的开发成本。随着代建项目投入的增加，存货规模持续增长，2019年末账面价值为35.31亿元，占资产总额的55.40%，其中工程施工成本和待开发土地账面价值分别为19.54亿元和15.77亿元。待开发土地中共有土地使用权32宗，共计111.42万平方米，用途主要为商住综合。截至2019年末，用于抵押的土地账面价值10.39亿元，占土地账面价值的65.91%，受限比例较高。

表5 截至2019年末公司前五大其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占期末余额比例
彭泽县财政局	往来款	27,269.23	1年以内 17,269.23; 1-2年 10,000.00	46.33%
彭泽县民德投资有限公司	往来款	8,199.03	1年以内 500.00; 1-2年 7,699.03	13.93%
彭泽县住房和城乡建设局	往来款	5,307.75	3-4年 431.00; 5年以上 4,876.75	9.02%
彭泽县渊明融资担保有限公司	往来款	5,000.00	2-3年	8.50%
彭泽县国有资产管理局	往来款	3,902.00	1-2年 210.00; 2-3年 1,391.00; 3-4年 300.00; 4-5年 1,101.00; 5年以上 900.00	6.63%
合计	-	49,678.01	-	84.41%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产为房屋建筑物，2019年末账面价值为8.06亿元，于2019年度变更为公允价值计量模式，当年确认公允价值变动收益1.33亿元。其中账面价值为6.16亿元的房产已用于抵押，已抵押房产占投资性房产账面价值比重达76.38%。其他非流动资产系公司向国盛证券资产管理有限公司收购彭泽县玖银城市建设投资管理中心(有限合伙)的股权份额，以及公司持有的理财产品，截至2019年末，公司持有彭泽县玖银城市建设投资管理中心(有限合伙)的份额为27,000.00万元，持股比例为20.00%。

总体来看，2019年公司资产规模有所下降，构成上存货、应收款项和投资性房地产合计占比很高，应收款项回款时间具有不确定性，土地和投资性房地产抵押比例较高，资产整体流动性较弱。

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	39,535.58	6.20%	39,372.04	5.72%
应收账款	77,476.32	12.16%	76,645.45	11.14%
其他应收款	58,563.33	9.19%	56,883.24	8.26%
存货	353,121.76	55.40%	429,433.40	62.39%
流动资产合计	528,696.99	82.95%	602,334.14	87.52%
投资性房地产	80,648.76	12.65%	57,845.44	8.40%
其他非流动资产	27,500.00	4.31%	27,500.00	4.00%
非流动资产合计	108,675.23	17.05%	85,924.20	12.48%
资产总计	637,372.22	100.00%	688,258.34	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

2019年公司营业收入与上年基本持平，未来经营业务可持续性仍较好，但收入易受到施工和结算进度的影响，未来仍将有所波动；毛利率水平略有提升，但非经常性损益对利润影响偏大，利润总额增长不具备持续性

公司营业收入主要来自工程建设业务，2019年实现营业收入7.10亿元，与上年基本保持一致。此外，公司将政府注入的房产出租给彭泽县房管局，实现一定的房产租赁收入，但规模较小。综合毛利率方面，由于公司代建的基础设施工程由政府按照工程实际造价加成20%比例进行结算，因此该业务毛利率较为稳定；因2019年1月公司变更会计政策，投资性房地产改为公允价值模式计量，当年房产租赁业务业务成本为0，毛利率增至100.00%，受此影响，2019年公司综合毛利率小幅增长至17.01%。公司作为彭泽县重要的城市资源开发和运营的投融资主体，目前在建业务数量较多，截至2019年末，公司主要代建项目尚需

投资16.97亿元，且存货中尚未结算的工程成本为19.54亿元，待未来与委托方结算后，能为收入提供一定的保障。因2019年公司确认公允价值变动净收益1.33亿元，导致当年利润总额大幅增长91.58%至2.24亿元。但非经常性损益对利润影响偏大，利润总额增长不具备持续性。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	70,998.84	70,981.24
营业利润	22,424.84	11,704.96
其他收益	0.00	2,655.70
公允价值变动净收益	13,285.33	0.00
利润总额	22,424.84	11,705.40
综合毛利率	17.01%	15.50%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司收现情况急剧下降，但往来流出减少导致经营活动现金净流出规模大幅下降，目前在建项目资金需求较大，仍将面临较大的资金压力

受政府资金结算影响，到账规模较去年大幅下降，2019年公司收现比急剧下降至0.08，现金回笼情况很差。同期公司与相关业务单位之间的资金往来的现金净流出规模大幅下降，共同作用下导致公司经营活动现金净流出降至0.86亿元。投资活动方面，2019年公司未发生重大投资活动，全年投资活动现金净流出6.90万元，较上年大幅减少。筹资活动方面，2019年公司放缓融资节奏，筹资活动现金流量净额降至0.76亿元。截至2019年末，公司主要代建项目尚需投资16.97亿元，公司面临较大的资金压力。

表8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.08	0.77
销售商品、提供劳务收到的现金	5,835.21	54,585.90
收到其他与经营活动有关的现金	107,492.53	107,104.87
经营活动现金流入小计	113,327.74	161,690.76
购买商品、接受劳务支付的现金	34,255.00	82,923.82
支付其他与经营活动有关的现金	87,595.60	142,329.84
经营活动现金流出小计	121,901.91	225,299.80
经营活动产生的现金流量净额	-8,574.17	-63,609.04
投资活动产生的现金流量净额	-6.90	-623.17
筹资活动产生的现金流量净额	7,557.23	46,373.77

现金及现金等价物净增加额	-1,023.84	-17,858.44
--------------	-----------	------------

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

公司资本实力略有下降，有息债务规模有所上升，短期债务偿还压力不大

因政府回收部分土地和房产，导致2019年末公司所有者权益略微下降至38.12亿元。同时，公司放缓融资节奏归还往来款，2019年末公司负债总额为25.61亿元，同比下降13.31%。受此影响，公司产权比率为67.18%，较上年有所下降，净资产对负债的整体保障比率仍然较好。

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	256,126.96	295,435.36
所有者权益	381,245.26	392,822.98
产权比率	67.18%	75.21%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债转变为以非流动负债为主，占比增至53.52%。截至2019年末，公司应付账款账面余额为0.77亿元，同比下降46.18%；其他应付款余额为10.09亿元，同比下降39.30%，主要包括往来款、借款及保证金，其中借款部分为应付招商证券资产管理有限公司的0.98亿元和其他无息借款。

截至2019年末，应付债券账面余额为8.88亿元，系2018年公司发行的“18彭泽债01”和“18彭泽债02”；长期应付款账面余额为4.24亿元，系公司于九江银行股份有限公司的债券融资计划。

由于2019年公司新增4.24亿元债务融资计划，2019年末公司有息债务同比增长20.61%，有息债务为14.19亿元，占负债总额比例为55.42%，较去年继续提高15.59个百分点。2020年需偿还的有息债务为1.08亿元，短期偿债压力相对较小。

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	7,687.35	3.00%	14,283.71	4.83%
其他应付款	100,871.07	39.38%	166,174.52	56.25%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	5,000.00	1.69%
流动负债合计	119,043.04	46.48%	192,552.01	65.18%
应付债券	88,755.09	34.65%	88,383.36	29.92%
长期应付款	42,381.38	16.55%	14,500.00	4.91%

非流动负债合计	137,083.93	53.52%	102,883.36	34.82%
负债合计	256,126.96	100.00%	295,435.36	100.00%
其中：有息债务	141,936.47	55.42%	117,683.36	39.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于公司归还往来款，2019年末公司资产负债率下降至40.18%。2019年公司现金类资产略微增长，短期有息债务有所下降，现金短期债务比增至366.07%。同期，公司确认大额公允价值变动净收益导致EBITDA大幅增长，当年EBITDA利息保障倍数为增至1.66。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	40.18%	42.93%
现金短期债务比	366.07%	266.03%
EBITDA（万元）	25,248.73	14,436.98
EBITDA 利息保障倍数	1.66	0.82
有息债务/EBITDA	5.62	8.15

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

三峡担保经营实力强，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升“18彭泽债01”和“18彭泽债02”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，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（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，渝富资管将持有三峡担保的50.00%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11 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12 三峡担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
合计	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%

资料来源：三峡担保 2018-2019 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13 三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019年	2018年
总资产	127.87	117.00
所有者权益合计	69.34	68.65
营业收入	11.11	11.39
已赚担保费	6.41	5.97
利息净收入	2.66	2.05
投资收益	1.44	2.69
利润总额	3.20	3.49
净资产收益率	4.13%	4.46%
担保余额*	841.06	807.17

融资担保责任余额*	294.29	471.99
当期担保发生额*	252.82	279.86
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	5.45	8.92
当期担保代偿率*	1.69%	1.08%

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 2018-2019 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仍能有效提升“18彭泽债01”和“18彭泽债02”的安全性。

七、或有事项分析

（一）过往债务履约情

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8月18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）对外担保情况

截至 2019 年末，公司对外提供的担保总额为 20.94 亿元，占期末所有者权益的 54.93%，被担保企业均为当地的事业单位和国有企业，但公司对外被担保均未设置反担保，公司面临一定的或有负债损失风险。

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	担保起始日	担保到期日	担保是否已代偿
彭泽县人民医院	9,000.00	2015/2/4	2020/2/2	否
彭泽县民德投资有限公司	82,500.00	2016/1/8	2032/1/7	否
彭泽县国有资产管理局、彭泽县宏泰建设发展有限公司	16,700.00	2016/12/20	2026/12/19	否
彭泽县国有资产管理局、彭泽县宏泰建设发展有限公司	17,900.00	2016/12/20	2026/12/19	否
彭泽县惠生实业有限公司	43,000.00	2017/3/22	2037/3/20	否
彭泽县惠生实业有限公司	21,000.00	2018/8/8	2033/8/5	否
彭泽县民爆器材有限公司	5,200.00	2019/1/3	2022/1/2	否

彭泽县城发砂石资源开发有限公司	900.00	2019/1/24	2022/1/22	否
彭泽县安居建设工程检测有限公司	1,000.00	2019/3/25	2021/3/21	否
彭泽县城发安信物业管理服务有限公司	1,000.00	2019/3/25	2021/3/21	否
彭泽县第二自来水有限责任公司	11,200.00	2019/12/30	2022/12/30	否
合计	209,400.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年彭泽县区域经济快速增长，固定资产投资增速较快，为公司发展提供了一定基础；公司承担区域内重要建设职能任务，且业务持续性仍然较好；三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效地提升“18彭泽债01”和“18彭泽债02”的信用水。

同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，收现情况急剧下降，在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力，有息债务规模有所上升，并存在一定的或有负债损失风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA-，“18彭泽债01”和“18彭泽债02”信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（合并口径）

财务数据（单位:万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	39,535.58	39,372.04	57,230.48
应收账款	77,476.32	76,645.45	58,163.76
存货	353,121.76	429,433.40	322,942.18
投资性房地产	80,648.76	57,845.44	59,033.83
资产总计	637,372.22	688,258.34	606,433.94
其他应付款	100,871.07	166,174.52	167,109.69
一年内到期的非流动负债	-	5,000.00	50,000.00
应付债券	88,755.09	88,383.36	-
长期应付款	42,381.38	14,500.00	-
负债合计	256,126.96	295,435.36	228,016.37
归属于母公司所有者权益合计	381,245.26	392,822.98	378,417.57
所有者权益合计	381,245.26	392,822.98	378,417.57
营业收入	70,998.84	70,981.24	69,202.03
营业利润	22,424.84	11,704.96	10,442.80
净利润	19,103.50	11,705.40	10,442.80
经营活动产生的现金流量净额	-8,574.17	-63,609.04	27,773.26
投资活动产生的现金流量净额	-6.90	-623.17	-17,000.00
筹资活动产生的现金流量净额	7,557.23	46,373.77	-167.04
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.01%	15.50%	15.54%
收现比	0.08	0.77	1.59
产权比	67.18%	75.21%	60.26%
资产负债率	40.18%	42.93%	37.60%
有息债务	141,936.47	117,683.36	59,800.00
现金短期债务比	366.07%	266.03%	95.70%
EBITDA	25,248.73	14,436.98	11,631.19
EBITDA 利息保障倍数	1.66	0.82	0.64

资料来源：公司 2017-2019 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
彭泽国有资产建设投资有限公司	8,000.00	100%	商务服务业

资料来源：公司 2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{其他应付款有息部分} + 1 \text{年内到期的非流动负债} + \text{长期应付款} + \text{应付债券}$

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。