

2018 年第一期、第二期安宁发展投资
集团有限公司

城市地下综合管廊建设专项债券
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【320】
号 01

债券简称：

第一期：18 安发 01/18 安发专
项 01

第二期：18 安发 02 /18 安发专
项 02

债券剩余规模：

18 安发 01：8 亿元

18 安发 02：7 亿元

债券到期日期：

18 安发 01：2025 年 9 月 11 日

18 安发 02：2025 年 12 月 4 日

债券偿还方式：每年付息一
次，自本期债券存续期第 3 年
末起分别按照债券发行总额
20%的比例偿还本金

分析师

姓名：
汪永乐 梁瓚

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@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.cspengyuan.com

2018 年第一期、第二期安宁发展投资集团有限公司城市地 下综合管廊建设专项债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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 17 日	第一期：2018 年 8 月 16 日 第二期：2018 年 11 月 9 日

评级结论：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对安宁发展投资集团有限公司（以下简称“安宁发展”或“公司”）及其 2018 年 9 月 11 日发行的 8 亿元第一期城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“18 安发 01”）和 2018 年 12 月 4 日发行的 7 亿元第二期城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“18 安发 02”）的 2019 年度跟踪评级结果为：18 安发 01 和 18 安发 02 信用等级均维持为 AA，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外部运营环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司 2018 年新增土地出让收入，房屋销售、租赁业务、供水业务收入仍能对营业收入形成一定补充，且持续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性一般，在建项目面临较大的资金支出压力，有息债务和对外担保规模仍较大，存在较大的债务压力和一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年安宁市地区生产总值为 430.2 亿元，同比增长 25.5%，区域经济保持快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司 2018 年新增土地出让收入，房屋销售、租赁业务、供水业务收入仍能对营业收入形成一定补充。公司是安宁市主要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，2018 年公司出让两宗土地，新增土地出让收入 97,984.11 万元，收入占比 79.34%，带动公司营业收入同比增长 61.21%。此外，公司实现房屋销售收入 18,674.18 万

元、房屋租赁收入和供水收入合计 3,071.16 万元，对营业收入形成一定补充。

- **公司持续获得较大的外部支持。**2018 年公司获得政府补助 17,080.13 万元，计入其他收益，占营业利润的 121.29%。同期安宁市政府向公司划拨股权、财政拨款和划拨车辆合计 3,383.04 万元，增加公司资本公积。

关注：

- **公司存货资产中划拨地占比较大，且应收款项和预付款项存在资金占用，整体资产流动性一般。**截至 2018 年末，公司存货为 86.05 亿元，占总资产的 39.27%，其中划拨地价值 21.48 亿元，占存货中土地资产价值的 87.78%；应收账款和其他应收款合计 63.18 亿元，预付款项 18.97 亿元，三者合计占总资产的 37.50%，且应收款项回收时间不确定，存在较大的资金占用。
- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、安宁市中心城区地下综合管廊等，预计总投资 66.40 亿元，尚需投资 27.25 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模仍较大，存在较大的债务压力。**截至 2018 年末，公司有息债务为 77.44 亿元，占负债规模的 70.56%，EBITDA 利息保障倍数为 0.74，公司面临较大的债务压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 26.76 亿元，占期末净资产的 24.47%，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	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,191,052.55	2,216,742.67	2,282,682.53
所有者权益合计	1,093,482.58	1,071,133.15	1,169,336.76
有息债务	774,443.19	886,530.85	942,484.87
资产负债率	50.09%	51.68%	48.77%
流动比率	4.89	4.31	9.35
营业收入	123,504.48	76,610.56	76,542.73
其他收益	17,080.13	25,572.84	0.00
营业外收入	3,864.86	328.20	18,050.45
利润总额	17,757.41	27,573.50	19,049.44
综合毛利率	47.08%	25.40%	13.36%
EBITDA	87,095.52	39,741.38	21,041.38

EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64	0.32
经营活动现金流净额	180,103.44	-21,179.80	-58,020.14

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

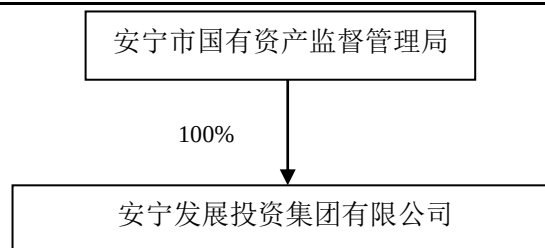
一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2018年9月11日和2018年12月4日发行了18安发01和18安发02，发行总额分别为8亿元和7亿元，期限均为7年期。募集资金拟用于安宁市中心城区地下综合管廊项目和补充公司营运资金，截至2019年3月末募集资金专项账户余额为5.42万元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本和实收资本均未发生变更，截至2019年3月末公司注册资本和实收资本仍均为200,000.00万元。2018年9月根据《安宁市财政局、安宁市国有资产监督管理局关于安宁发展投资集团有限公司出资人变更决定》和《股东决定》，公司出资人由安宁市财政局变更为安宁市国有资产监督管理局（以下简称“安宁市国资局”），截至2019年3月末，公司控股股东和实际控制人均为安宁市国资局。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年9月公司经营范围增加“棚户区改造”，2019年2月公司经营范围中“参与土地收储和土地一级市场开发”调整为“政府授权范围内的土地整理服务”。2019年1月根据公司股东会和董事会决议，公司董事、监事、总经理兼法定代表人发生变动，上述变更属于公司经营过程中的正常事项，公司国有企业性质未发生变化，对公司的日常管理经营未产生重大不利影响，截至2019年3月末上述变更均已完成工商变更登记相关手续。

2018年公司新增纳入合并范围子公司2家，分别为安宁市燃料有限责任公司（以下简称“安宁燃料”）和云南安发杭萧绿建钢构有限公司（以下简称“安发杭萧钢构”），其中安宁燃料公司系安宁市国资局无偿划转至公司，增加公司资本公积2,574.51万元；云南安发杭萧绿建钢构有限公司系公司投资新设立子公司，其注册资本6,000.00万元，公司持股80.50%。2018年公司合并范围减少子公司3家，均为注销清算。截至2018年12月31日，纳入公司合并范围的子公司有23家，子公司明细如附录二所示。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安宁市燃料有限责任公司	100.00%	589.00	燃气销售等	股权划转
云南安发杭萧绿建钢构有限公司	80.50%	6,000.00	金属材料、建筑材料的销售等	投资设立

2、2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
安宁市路达市政工程有限公司	100.00%	1,000.00	市政公用工程施工等	注销清算
安宁育腾投资开发有限公司	100.00%	300.00	项目投资、开发、建设及咨询等	注销清算
安宁怡泉商贸有限公司	100.00%	50.00	商贸等	注销清算

资料来源：公司 2018 年审计报告，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 2 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

安宁市经济持续快速增长，为公司发展提供良好的外部环境

安宁市系隶属于云南省的县级市，由昆明市代管，2018年安宁市实现地区生产总值（GDP）430.2亿元，比上年增长25.5%。2018年人均生产总值113,539元，比上年增长24.2%，是全国人

均GDP的175.64%。

2018年安宁市第一、二、三产业分别实现增加值14.82亿元、239.96亿元和175.42亿元，同比分别增长6.7%、46.9%和6.8%，一、二、三产业增加值比重分别为3.4%、55.8%和40.8%。其中2018年全市完成工业总产值1,062.35亿元，同比增长70.5%；工业增加值232.22亿元，比上年增长55.6%，规模以上重工业增加值262.7亿元，比上年增长60.8%，包括粗钢、钢材、生铁、化肥、煤气生产等。

2018年安宁市完成规模以上固定资产投资218.22亿元，比上年增长9.4%，其中房地产投资98.74亿元，比上年增长34.8%。全市社会消费品零售总额保持增长，金融机构存款余额和贷款余额均有所增长，但增速有所放缓。

表 3 安宁市主要经济指标及增速情况（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	430.2	25.5%	317.61	15.5%
第一产业增加值	14.82	6.7%	13.97	6.2%
第二产业增加值	239.96	46.9%	137.04	25.4%
第三产业增加值	175.42	6.8%	166.60	8.1%
工业增加值	232.22	55.6%	123.31	35.9%
规模以上固定资产投资	218.22	9.4%	300.82	-16.2%
社会消费品零售总额	111.74	10.3%	108.98	13.7%
进出口总额（亿美元）	63.17	160.58%	24.24	255.4%
存款余额	374.53	4.3%	359.26	5.4%
贷款余额	359.04	4.3%	344.2	20.1%
人均 GDP（元）	113,539		84,787	
人均 GDP/全国人均 GDP	175.64%		142.12%	

资料来源：安宁市 2017 年、2018 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

根据《安宁市2018年地方财政预算执行情况和 2019年地方财政预算（草案）的报告》，2018年安宁市实现一般公共预算收入370,227万元，比上年增长28.2%，其中税收收入完成292,105万元，占比78.90%。2018年政府性基金预算收入完成261,402万元，同比增长114.7%，其中国有土地使用权出让收入完成251,928万元。2018年安宁市地方一般公共预算支出462,258万元，同比增长27.6%，主要用于教育、城乡社区、农林水、社会保障和就业等方面，同期财政自给能力（一般公共预算收入/地方一般公共预算支出）为80.09%。

四、经营与竞争

公司仍为安宁市主要的城市建设和国有资产运营主体，经营业务包括城市基础设施建设业务、供水及污水处理、租赁业务和房屋销售业务等。受益于公司2018年完成出让两宗土地，新增土地出让收入97,984.11万元，带动2018年营业收入同比增长61.21%，达到123,504.48万元。受公司代建的基础设施建设项目结算影响，2018年未实现市政基础设施建设收入。此外，公司实现房屋销售、房屋租赁、供水及其他业务收入，仍能对营业收入形成一定补充。

受收入占比较大的土地出让业务毛利率较高影响，2018年公司综合毛利率为47.08%，同比提高21.68个百分点。

表 4 2017-2018 年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
市政基础设施建设	0.00	-	52,130.99	14.40%
土地出让	97,984.11	54.26%	0.00	-
房屋销售	18,674.18	16.33%	18,737.09	41.24%
租赁业务	2,697.71	78.78%	2,349.07	54.44%
供水业务	373.45	32.36%	245.98	19.88%
其他业务	3,775.03	-8.49%	3,147.44	92.15%
合计	123,504.48	47.08%	76,610.56	25.40%

注：其他业务收入主要包括安保服务收入、绿化工程收入等。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司未实现市政基础设施建设收入，在建项目规模较大，但受结算进度及财政资金安排等影响，未来业务收入或存在波动性，且面临较大的资金压力

公司作为安宁市主要的基础设施投资主体，承担了安宁市主城区、太平新城及安宁工业园区的主要基础设施建设任务。2010年、2012年，公司分别与安宁市政府、太平新城管理委员会、安宁工业园区管理委员会签订了《投资建设与回购协议书》（以下简称“协议”），2014-2015年，公司与安宁市政府签订了《项目委托代建合同》（以下简称“合同”），协议/合同约定：公司负责受托项目的投资建设，项目完工验收后，由项目业主按项目投资总额的120%逐年向公司支付结算资金款。在收入确认方面，每年由安宁市财政局出具“委托开发建设项目结算确认书”，对当年发生的项目工程造价进行确认，并按工程造价成本的120%与公司办理资金结算，公司据此确认收入。

由于公司代建的基础设施建设项目结算进度影响，2018安宁市政府未与公司结算相关代建项目，公司2018年未实现市政基础设施建设收入。截至2018年末，公司主要在建项目总投资预计为663,963.07万元，已投资391,482.66万元，主要为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、铁路专用线、安宁工业园区基础设施建设项目等，其中铁路专用线为公司自营项目，尚未完成工程结算，完工后预计可为公司带来一定的铁路运营收入；本期债券募投项目安宁市中心城区

地下综合管廊项目可为公司带来一定的入廊费和管廊维护管理费收入。受结算进度及财政资金安排影响，未来市政基础设施建设收入或存在波动性，且主要在建工程尚需投资272,480.41万元，仍面临较大的资金压力。

表5 截至2018年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资	已投资	尚需投资
昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目	174,561.09	32,773.17	141,787.92
铁路专用线	173,508.00	99,325.73	74,182.27
安宁市中心城区地下综合管廊	155,673.79	140,106.41	15,567.38
安宁工业园区基础设施建设项目	80,000.00	66,838.60	13,161.40
草铺街道办事处基础设施建设项目	40,000.00	39,943.75	56.25
安发杭萧绿建钢构项目一期工程	40,220.19	12,495.00	27,725.19
合计	663,963.07	391,482.66	272,480.41

资料来源：公司提供

公司房地产销售收入略有下降，随着在售项目销售及结算，未来仍可实现一定规模的房地产销售收入

2018年公司实现房屋销售收入18,674.18万元，同比下降0.34%，主要来自安宁市安澜雅苑、山水融城两个楼盘项目前期销售结算，上述两个项目均已完工，2018年合计结算面积为39,635.65平方米。

截至2018年末，公司可售房地产项目为安澜雅苑、始甸安置小区和册峨安置小区，山水融城2018年末已销售完毕，始甸安置小区和册峨安置小区均为安置房性质，售价较低，项目盈利相对较弱。截至2018年末，上述房地产项目总可售面积合计为636,463.29平方米，累计已销售面积合计为542,038.25平方米，已售未结算面积372,074.45平方米，预收房款45,608.37万元，剩余可售面积为94,425.04平方米。2018年公司房屋销售毛利率为16.33%，较上年下降24.91个百分点，波动较大，主要系安澜雅苑和山水融城部分房屋为安置房性质，售价相对较低所致。随着在售房产项目实现销售及结算，公司仍可实现一定规模的房地产销售收入。

表6 截至2018年末公司房地产项目销售情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	项目总投资	总可售面积	累计已售面积	已售未结算面积	剩余可售面积
安澜雅苑	5.30	136,728.46	127,511.42	23,106.47	9,217.04
山水融城	5.66	87,503.83	87,503.83	21,944.98	0.00
始甸安置小区	7.40	218,763.00	184,373.00	184,373.00	34,390.00
册峨安置小区	3.80	193,468.00	142,650.00	142,650.00	50,818.00
合计	22.16	636,463.29	542,038.25	372,074.45	94,425.04

资料来源：公司提供

公司新增土地出让收入，租赁业务、供水业务等其他业务收入有所增长，对收入形成一定

补充

根据安宁市土地市场变化及片区开发的需要，2018年公司通过安宁市公共资源交易中心公开拍卖转让了自有的安国用（2016）第0526号及安国用（2016）第0515号两宗土地，拍卖成交金额分别为58,100.00万元和37,147.00万元，土地面积分别为56,074.66平方米和35,437.73平方米，土地用途分别为城镇住宅兼其他商服用地、城镇住宅兼批发零售用地，系公司于2015年12月在安宁市土地矿产交易中心通过公开竞拍取得，截至2018年末公司已收到全部拍卖成交价款。上述两宗土地出让产生较高的溢价收益，公司确认土地出让收入97,984.11万元，实现毛利率54.26%。

公司租赁业务主要来源于商铺、酒店和场地等商业出租，以及安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房和办公区的出租，出租资产主要位于安宁市城区及其下辖乡镇。公司出租资产均采取市场化差别定价，商业出租资产租赁合同每年签订1次，安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房出租和办公区出租资产租赁合同每3年签订1次。2018年公司实现租赁收入2,697.71万元，同比增长14.84%，主要系安宁工业园区中小企业科技孵化基地出租面积增加以及商铺等租金有所提升所致。

公司供水业务主要为子公司安宁工业园区投资开发有限公司（以下简称“安宁工投”）负责安宁工业园区内的生活供水和安宁市水利投资开发有限公司的供水业务。2018年公司供水量为74.91万吨，实现供水业务收入373.45万元，同比增长51.82%。此外，2018年公司实现其他业务收入3,775.03万元，主要系安保服务收入、苗圃建设和绿化工程收入等，对公司收入形成一定补充。

公司持续得到外部的较大支持

公司作为安宁市城市基础建设开发和城市资产运营的重要主体，为了更好地发挥公司在城市基础设施建设中的重要作用，安宁市政府持续给予公司较大支持，2018年公司获得政府补助17,080.13万元，计入其他收益，占营业利润的121.29%，有效提升了公司的利润水平。此外，当年安宁市政府向公司划拨安宁市燃料有限公司股权、财政拨款和划拨车辆合计3,383.04万元，相应增加公司资本公积，提升公司资本实力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，为保持数据前后可比性，2017年数据

采用2018年审计报告期初数。2018年公司新增纳入合并范围子公司2家，合并范围减少子公司3家，明细如表1所示。

资产结构与质量

公司总资产规模略有下降，存货土地中划拨地占比较大，应收款项和预付款项存在资金占用情况，整体资产流动性仍一般

公司2018年资产规模为2,191,052.55万元，同比减少1.16%，主要系偿还债务所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

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	45,619.64	2.08%	41,995.30	1.89%
应收票据及应收账款	136,737.32	6.24%	139,404.40	6.29%
预付款项	189,709.85	8.66%	171,603.03	7.74%
其他应收款	495,095.06	22.60%	500,940.71	22.60%
存货	860,490.16	39.27%	856,101.20	38.62%
流动资产合计	1,738,337.94	79.34%	1,719,067.46	77.55%
可供出售金融资产	109,244.46	4.99%	135,773.45	6.12%
长期应收款	30,000.00	1.37%	30,000.00	1.35%
固定资产	72,989.67	3.33%	67,653.85	3.05%
在建工程	173,181.34	7.90%	152,705.71	6.89%
无形资产	39,067.50	1.78%	27,343.37	1.23%
其他非流动资产	681.76	0.03%	61,871.31	2.79%
非流动资产合计	452,714.61	20.66%	497,675.20	22.45%
资产总计	2,191,052.55	100.00%	2,216,742.67	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由其他应收款和存货等构成。2018年末公司货币资金为45,619.64万元，期末无受限货币资金。公司应收账款主要为应收市政基础设施建设业务款等，2018年末账面价值136,737.32万元，同比略有下降，其中应收安宁市财政局132,890.65万元，占应收账款账面价值的97.19%，账龄在1年以上，回收时点不确定，对公司资金存在占用。公司预付款项主要为预付的拆迁款和项目工程款等，2018年末略有增长，其中预付安宁市土地储备中心项目款151,500.00万元，占比79.86%。

公司其他应收款主要为往来款等，2018年末同比减少1.17%，其中应收安宁市城市建设投资发展有限公司、安宁灏成园林绿化有限公司、安宁市土地储备中心、安宁职教基地管委会和

安宁市财政局合计408,778.34万元，占其他应收款期末余额合计数81.90%，应收对象主要为国有企业及政府单位，回收时点存在不确定性。截至2018年末，公司应收账款、预付账款和其他应收款合计821,542.23万元，占总资产的37.50%，对公司营运资金存在较大的占用。

2018年末公司存货为860,490.16万元，占总资产比重为39.27%，主要包括土地资产244,701.20万元以及公司承建的市政基础设施建设项目等，土地资产面积合计206.46万平方米，主要为城镇住宅用地及其他商服用地等，其中划拨地价值为214,795.45万元，占存货中土地资产价值的87.78%。此外，期末存货中账面价值698.77万元的土地资产已用于抵押，占总资产的0.03%。

非流动资产方面，2018年末公司可供出售金融资产为109,244.46万元，同比减少19.54%，主要系公司减少对安宁市城市建设投资发展有限公司的股权投资28,000.00万元所致。长期应收款全部为融资租赁保证金，近年无变动。

公司固定资产主要为房产等，其中部分已用于对外出租，2018年末固定资产同比增长7.89%，主要系合并安宁燃料所致。截至2018年末，公司在建工程为173,181.34万元，同比增长13.41%，主要为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、铁路专用线、公租房项目等项目成本，期末在建工程中已用于售后回租融资租赁资产99,325.73万元，占总资产的4.53%。无形资产2018年末同比增长42.88%，主要系新购置土地投入。2018年末公司其他非流动资产下降至为681.76万元，主要为定期存款到期所致。

整体来看，2018年公司总资产规模有所下降，仍以存货为主，且应收账款、其他应收款和预付款项规模大，存在资金占用，2018年末受限的存货、在建工程、长期应收款等资产合计130,024.50万元，占总资产的5.93%，公司整体资产流动性仍一般。

盈利能力

公司营业收入大幅增长，但期间费用对利润形成较大侵蚀，政府补助对利润有较大贡献

2018年公司实现营业收入123,504.48万元，同比增长61.21%，主要来源于公司当年新增土地出让收入，受公司代建的基础设施建设项目结算进度影响，2018年末实现市政基础设施建设业务收入。截至2018年末，公司主要在建项目总投资预计为663,963.07万元，已投资391,482.66万元，但受代建项目结算进度及财政资金安排等影响，未来市政基础设施建设业务收入或存在波动性，且面临较大的资金压力。此外，随着公司在售房地产项目后续销售及结算，公司仍可实现一定的房地产销售收入，对公司收入形成一定补充。

受新增收入规模较大的土地出让业务毛利率带动影响，2018年公司综合毛利率为47.08%，同比提高21.68个百分点，但利息支出大幅增长导致财务费用高企，2018年公司期间费用率大

幅增长至52.08%，对公司盈利形成较大侵蚀。2018年公司其他收益为17,080.13万元，系政府补助，占当年营业利润的121.29%，弥补了公司经营亏损。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	123,504.48	76,610.56
其他收益	17,080.13	25,572.84
营业利润	14,082.32	27,393.55
利润总额	17,757.41	27,573.50
综合毛利率	47.08%	25.40%
期间费用率	52.08%	19.59%

资料来源：公司 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，但承建项目投资规模较大，仍面临较大的资金压力

2018年公司经营业务回款主要来自土地出让、房屋销售等业务收入，回款较好，收现比提升至1.21，且公司收到其他单位往来款等现金流入规模较大，2018年公司经营活动现金净流入180,103.44万元。

公司投资活动现金2018年净流出30,994.06万元，主要系铁路专用线、安发杭萧绿建钢构项目一期工程等在建工程投入所致。由于当年偿还债务本息规模较大，2018年公司筹资活动现金净流出144,345.05万元。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资272,480.41万元，未来仍面临较大的资金压力。

表 9 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.21	0.96
销售商品、提供劳务收到的现金	148,902.93	73,189.46
收到的其他与经营活动有关的现金	519,185.28	314,044.73
经营活动现金流入小计	668,110.85	387,234.18
购买商品、接受劳务支付的现金	43,894.63	14,687.80
支付的其他与经营活动有关的现金	435,329.37	387,502.35
经营活动现金流出小计	488,007.40	408,413.98
经营活动产生的现金流量净额	180,103.44	-21,179.80
投资活动产生的现金流量净额	-30,994.06	-32,557.11
筹资活动产生的现金流量净额	-144,345.05	-85,448.40
现金及现金等价物增加额	4,764.34	-139,185.31

资料来源：公司 2018 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，面临较大的债务压力

受公司偿还部分到期债务影响，2018年末负债总额同比下降4.19%。得益于经营积累及划转合并安宁燃料公司，所有者权益同比增长2.09%。受此影响，2018年末公司产权比率略有上升至100.37%，净资产对负债的覆盖程度有所提升。公司负债结构仍以非流动负债为主。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,097,569.97	1,145,609.52
所有者权益	1,093,482.58	1,071,133.15
产权比率	100.37%	106.95%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等。2018年公司新增短期借款15,000.00万元，预收款项主要为预售房款和预收租金等，2018年同比增长37.89%，其中预收安澜雅苑、山水融城、始甸安置小区、册峨安置小区售房款合计45,608.37万元、预收中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司租金11,986.12万元。公司其他应付款主要为往来款，2018年末同比增长12.51%，其中应付安宁安发中冶投资建设有限公司、通号建设集团有限公司、云南安睦养生有限公司、云南玉龙湾旅游发展有限公司和草铺街道权甫村委会往来款合计92,500.00万元，占比55.50%。随着公司2018年提前偿还兑付“14安发债”及偿还到期的2017年10月发行的20,000.00万元PPN，一年内到期的非流动负债减少至52,260.00万元。

公司非流动负债主要集中于长期借款、应付债券和长期应付款。受部分债务到期偿还影响，2018年长期借款减少至201,180.00万元。应付债券增长至149,083.30万元，系18安发01和18安发02。公司长期应付款主要为信托借款和融资租赁款，2018年末规模下降至391,467.08万元。

表 11 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	15,000.00	1.37%	0.00	0.00%
预收款项	86,349.86	7.87%	62,622.66	5.47%
其他应付款	166,678.35	15.19%	148,144.68	12.93%
一年内到期的非流动负债	52,260.00	4.76%	129,479.26	11.30%
其他流动负债	0.00	0.00%	20,000.00	1.75%
流动负债合计	355,839.59	32.42%	398,537.33	34.79%
长期借款	201,180.00	18.33%	258,280.00	22.55%
应付债券	149,083.30	13.58%	69,957.78	6.11%

长期应付款	391,467.08	35.67%	418,834.41	36.56%
非流动负债合计	741,730.38	67.58%	747,072.19	65.21%
负债合计	1,097,569.97	100.00%	1,145,609.52	100.00%
其中：有息债务	774,443.19	70.56%	886,530.85	77.39%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司通过银行借款、发行债券、融资租赁、信托借款等多种形式进行融资，随着部分债务到期，2018年末有息债务为774,443.19万元，同比减少12.64%，占负债规模的70.56%，其中短期有息债务67,260.00万元。从公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，2019-2021年需偿还债务合计435,275.45万元，公司仍面临较大的债务压力。

表12 截至2018年末公司有息债务偿还计划表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
有息债务偿还额	133,986.50	151,537.22	149,751.73

资料来源：公司提供

偿债能力方面，2018年公司资产负债率有所下降，流动比率和速动比率略有提升，但考虑到公司资产仍以存货、应收款项为主，实际短期偿债能力仍有限。受公司利息支出大幅增长影响，2018年EBITDA同比增长119.16%，EBITDA利息保障倍数较上年亦有所上升，有息债务/EBITDA下降为8.89，公司盈利对有息债务偿还的保障程度仍较差。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	50.09%	51.68%
流动比率	4.89	4.31
速动比率	2.47	2.17
EBITDA（万元）	87,095.52	39,741.38
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64
有息债务/EBITDA	8.89	22.31

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 6 月 6 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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，存在一定的或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额合计267,600.00万元，占期末净资产的24.47%，被担保方主要为安宁市当地国有企业及单位，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2018 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
云南昆钢医院	17,500.00	2025-3-1	否
安宁市自来水有限公司	3,000.00	2025-11-4	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	18,000.00	2020-1-15	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2032-3-26	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2020-6-8	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	20,000.00	2032-3-26	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	3,100.00	2024-2-29	否
安宁成灏仓储物流有限公司	6,000.00	2026-12-11	否
合计	267,600.00	-	-

资料来源：公司提供及 2018 年审计报告

截至2018年12月31日，公司存在法律诉讼情况：胡向东诉公司土地租赁合同纠纷一案。2018年2月13日法院判令公司赔偿原告胡向东经济损失共计230.23万元，并承担部分法律诉讼费用。2018年3月公司对该案件涉事相关第三方提起起诉，目前相关案件仍正在审理中，考虑到上述诉讼事项涉案金额不大，预计对公司影响有限。

八、评级结论

2018年安宁市区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司2018年新增土地出让收入，房屋销售、租赁业务、供水业务收入仍能对营业收入形成一定补充，且持续得到较大的外部支持。

同时中证鹏元也关注到了公司在建项目后续投资规模较大，面临较大的资金支出压力。公司存货资产中划拨地占比较大，且应收款项和预付款项存在资金占用，资产流动性一般，有息债务规模仍较大，存在较大的偿债压力。对外担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持18安发01和18安发02信用等级均为AA，公司主体长期信用等级维持为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）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	45,619.64	41,995.30	46,867.58
应收票据及应收账款	136,737.32	139,404.40	138,795.13
预付款项	189,709.85	171,603.03	283,185.34
其他应收款（合计）	495,095.06	500,940.71	201,862.84
存货	860,490.16	856,101.20	990,320.51
可供出售金融资产	109,244.46	135,773.45	106,216.36
在建工程（合计）	173,181.34	152,705.71	113,745.33
资产总计	2,191,052.55	2,216,742.67	2,282,682.53
短期借款	15,000.00	0.00	800.00
应付票据及应付账款	18,570.54	19,918.57	16,747.46
预收款项	86,349.86	62,622.66	63,672.71
其他应付款（合计）	166,678.35	148,144.68	70,282.92
一年内到期的非流动负债	52,260.00	129,479.26	25,277.18
长期借款	201,180.00	258,280.00	217,250.00
应付债券	149,083.30	69,957.78	93,108.73
长期应付款（合计）	391,467.08	418,834.41	610,020.93
负债合计	1,097,569.97	1,145,609.52	1,113,345.77
有息债务	774,443.19	886,530.85	942,484.87
所有者权益合计	1,093,482.58	1,071,133.15	1,169,336.76
营业收入	123,504.48	76,610.56	76,542.73
营业利润	14,082.32	27,393.55	1,100.11
其他收益	17,080.13	25,572.84	0.00
营业外收入	3,864.86	328.20	18,050.45
净利润	17,797.02	26,610.06	15,995.72
经营活动产生的现金流量净额	180,103.44	-21,179.80	-58,020.14
投资活动产生的现金流量净额	-30,994.06	-32,557.11	-45,311.61
筹资活动产生的现金流量净额	-144,345.05	-85,448.40	222,141.20
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	47.08%	25.40%	13.36%
收现比	1.21	0.96	0.66
产权比率	100.37%	106.95%	95.21%
资产负债率	50.09%	51.68%	48.77%
流动比率	4.89	4.31	9.35
速动比率	2.47	2.17	4.23
EBITDA（万元）	87,095.52	39,741.38	21,041.38

EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64	0.32
有息债务/EBITDA	8.89	22.31	44.79

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

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 日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
安宁市新城投资开发有限公司	21,148.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁兴育投资开发有限公司	24,300.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁市交通投资有限公司	15,000.00	100.00%	交通项目的投资、开发、建设及咨询
安宁青帝园林绿化工程有限公司	300.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
安宁兴卫医疗资产管理有限公司	2,000.00	75.00%	医疗资产管理
安宁市水利投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	水利项目投资、开发、建设、经营、管理及咨询
安宁市保障性住房建设管理有限公司	1,000.00	100.00%	项目投资开发
安宁工业园区投资开发有限公司	71,961.00	100.00%	项目投资、开发、经营、管理及咨询
安宁市太平新城投资有限公司	28,600.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
昆明安发股权投资基金管理有限公司	1,000.00	100.00%	委托管理股权投资基金
安宁市旅游投资开发有限公司	4,000.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询服务
安宁惠泉园艺有限公司	50.00	100.00%	苗木种植、销售
安宁沁泉地热水开发有限公司	1,000.00	100.00%	地下水销售
云南山水融城置业有限公司	7,958.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
云南春硕园林绿化工程有限公司	1,000.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
云南融诚置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
昆明创居物业服务有限公司	50.00	100.00%	物业管理、家政服务、房屋租赁
安宁锦泉旅游商品开发有限公司	300.00	100.00%	开发设计销售民族旅游商品
安宁泰安保安有限公司	1,000.00	100.00%	保安护卫
安宁新亚美谷物流有限公司	62,600.00	100.00%	铁路货物运输代理
安宁顺杰汽车服务有限公司	500.00	51.00%	汽车服务
安宁市燃料有限责任公司	589.00	100.00%	燃气销售等
云南安发杭萧绿建钢构有限公司	6,000.00	80.50%	金属材料、建筑材料的销售等

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 $\times 100\%$
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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

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。