



2019年赤水市城市建设投资经营有限公司 公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2019年赤水市城市建设投资经营有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
19赤水城投债/PR赤城建	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持赤水市城市建设投资经营有限公司（以下简称“赤水城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“19赤水城投债/PR赤城建”信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到公司城市基础设施建设业务持续性仍然较好，继续得到当地政府的一定支持，并且遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵投集团”）和赤水市国有资产投资发展有限公司（以下简称“赤水国投”）提供的保证担保提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，业务回款情况较差，面临较大的资金压力，总债务规模大幅增长，短期偿债压力大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司主要从事区域内基础设施建设业务，预计业务持续性较好，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月24日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	105.25	100.74	97.17
所有者权益	64.88	64.10	63.30
总债务	30.88	27.93	29.17
资产负债率	38.35%	36.37%	34.86%
现金短期债务比	0.03	0.18	1.13
营业收入	4.08	4.19	4.53
其他收益	0.69	0.65	0.82
利润总额	0.80	0.85	0.82
销售毛利率	6.36%	6.39%	6.36%
EBITDA	0.80	0.85	0.83
EBITDA利息保障倍数	0.34	0.48	0.43
经营活动现金流净额	0.21	2.17	-13.50
收现比	0.15	0.39	0.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司城市基础设施建设业务持续性较好。**公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，2021 年末在建项目总投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司仍获得一定力度外部支持。**2021 年公司共获得财政补贴 0.69 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，遵投集团主体信用等级为 AA+，评级展望为负面；赤水国投主体信用等级为 AA-，已被列入观察名单。遵投集团和赤水国投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保一定程度上能够提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末公司资产主要为土地资产和开发建设成本，土地均为划拨用地且均未缴纳土地出让金，集中变现难度大。
- **公司业务回款情况较差，面临较大的资金压力。**公司在建项目尚需投资规模较大，而 2021 年收现比很低，业务回款情况较差，现金规模较小，资金压力较大。
- **公司总债务规模增长，短期偿债压力大。**2021 年末公司总债务持续增长，同期 EBITDA 利息保障倍数及现金短期债务比有所下滑且处于较低水平。“19 赤水 01”和“19 赤水 02”将于 2022 年内到期，合计债券余额 3.35 亿。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 2.28 亿元，对民企的对外担保余额为 0.18 亿元，且公司对外担保均未设置反担保措施，但考虑到规模较小，或有负债风险相对可控。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	6
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	3
	公共财政收入	1		收现比	2
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					a+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA+	2021-6-24	郜宇鸿、刘洁筠	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2019-1-4	胡长森、刘颖	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
19 赤水城投债/ PR 赤城建	10.00	8.00	2021-6-24	2026-1-18

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年1月18日发行本期债券，募集资金计划4亿元用于赤水市严家河生态旅游开发项目，6亿元用于赤水市天台山旅游综合体建设项目。截至2022年1月4日，本期债券募集资金专项账户余额为17,363.33元。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司注册资本仍为6.11亿元，实收资本仍为1.61亿元。2022年4月27日，赤水国投将所持公司的30%股权转让给赤水市巨信旺建设有限公司，股权变更后赤水国投仍为公司控股股东，持有公司70%股权，赤水市巨信旺建设有限公司持有公司30%股权，赤水市巨信旺建设有限公司系赤水市财政局持股100%的国有独资企业，赤水市财政局仍为公司实际控制人。公司产权及控制关系如附录二所示。

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市棚户区改造建设，保障性安居工程建设投资、城乡基础设施建设开发投资等。截至2021年末，公司仍无纳入合并报表范围子公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹

风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

赤水市旅游资源丰富，第二产业增长对经济拉动作用明显，经济总量在遵义市各区县内排名相对靠后，近年一般公共预算收入整体波动下滑，财政自给能力很弱，地方政府债务余额持续扩张

区位特征：赤水市是遵义市的2个代管市之一，地处遵义市西北部，旅游资源丰富。赤水市为贵州省直辖县级市，由贵州省人民政府委托遵义市代管，地处遵义市西北部，赤水河流域中下游，毗邻四川、重庆，是黔北通往川渝的重要门户。赤水市东南与贵州习水县接壤，西北分别与四川省古蔺、叙永、合江三县交界，是黔川渝比邻地区的物资集散地和贵州实施“北上”战略的一个重要窗口。蓉遵高速公路贯穿全境，距遵义225公里、贵阳377公里、重庆172公里、成都293公里、泸州40公里，渝叙赤水高速正在筹建。赤水河绕城而过，单船最高通航能力达800吨，赤水港是贵州最大的通江港口，客货船可达重庆至上海的各大港口和码头。赤水市旅游资源丰富，曾先后被命名为“中国优秀旅游城市”、“国家生态建设示范区”等，拥有1个5A景区，3个4A景区和6个3A景区，其中“赤水丹霞旅游区”是遵义市首个5A景区，被列为我国第八个世界自然遗产项目。赤水市行政区域面积1,852平方公里，辖11镇3乡3个街道办事处，根据第七次全国人口普查数据，赤水市常住人口为24.73万人，较第六次全国人口普查增长4.32%，人口呈现净流入状态。

经济发展水平：赤水市经济总量在遵义市各区县中位排名相对靠后，近年区域经济保持增长，第二产业增长对经济拉动作用明显。近三年赤水市地区生产总值持续增长，GDP增速波动下降，2021年GDP增速为10.0%，高于全国和全省平均增速，GDP总量和GDP增速在遵义市14个区县中排名分别为第10名和第8名。第一产业增加值23.09亿元，增长7.5%；第二产业增加值43.36亿元，增长13.0%；第三产业增加值51.52亿元，增长8.6%，产业结构由2019年的19.5：36.9：43.6调整为2021年的19.6:36.8:43.7，第三产业占比较高，2021年第二产业增长对经济拉动作用明显。赤水市人均GDP低于全国平均水平。500万元以上固定资产投资增速2019年同比提高5.1%，其中房地产开发投资增长31.5%；但近两年500万元以上固定资产投资持续下降，2020年同比减少9.6%，其中房地产开发投资减少6.3%；2021年同比大幅减少29.5%，其中房地产投资同比减少35.9%。社会消费品零售总额近三年保持增长，2021年增长至39.41亿元，增速大幅提升至12.1%。

表1 遵义市各区（县、自治县、代管县级市）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
仁怀市	1,564.49	12.0%	238,744	85.83	-
红花岗区	481.84	12.3%	49,606	17.81	30.00
汇川区	456.30	10.0%	72,692	16.20	-
播州区	368.33	3.4%	48,370	13.85	39.16
桐梓县	176.98	5.8%	33,426	6.77	77.73
绥阳县	121.61	11.2%	32,030	4.18	-
赤水市	117.97	10.0%	47,706	4.84	14.70
道真仡佬族苗族自治县	88.57	9.7%	36,322	3.26	20.9

注：1、2021年各区/县/代管市人均GDP=该区域2021年GDP/该区域第七次全国人口普查常住人口；

2、红花岗区一般公共预算收入不含新蒲新区；

3、“-”表示数据未公布。

资料来源：各区/县/代管市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 赤水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	117.97	10.0%	106.17	4.6%	100.55	11.5%
500万元以上固定资产投资	-	-29.5%	-	-9.6%	-	5.1%
社会消费品零售总额	39.41	12.1%	32.45	5.9%	30.57	4.9%
人均 GDP（元）		47,706		42,934		40,758
人均 GDP/全国人均 GDP		58.91%		59.26%		57.49%

注：1、“-”表示数据未公布；

2、2020年、2021年市人均GDP均系根据第七次全国人口普查常住人口计算。

资料来源：2019-2020年赤水市国民经济和社会发展统计公报，2021年12月遵义市经济运行情况快报，中证鹏元整理

产业情况：赤水市以生态竹木循环、绿色食品加工、旅游业作为主导产业，工业基础较为薄弱。

赤水市2020年全年规模以上工业增加值增长7.6%，其中，竹浆、纸一体化类增长10.3%，食品类增长9.2%，竹木家具类下降2.4%；2021年规模以上工业增加值同比增长22.7%，增速在遵义市14个区县中排名中等。赤水市工业主要以轻工业为主，受工业起步较晚的影响，赤水市产业体系尚处于发展阶段，工业基础较为薄弱。赤水市盛产竹子，生态竹木循环为其支柱产业之一，主要产品包括竹浆纸制品、竹木家具等，以贵州赤天化纸业股份有限公司为代表企业形成竹浆纸制品链条，未来将推进纸制品产业园（一期）项目建设，并拓展楠竹精深加工链条。绿色食品加工业是赤水的另一重要产业，生产的特色农产品包括干鲜竹笋、晒醋、竹乡腊制品等，代表企业包括竹笋食品生产企业贵州红赤水集团有限公司和晒醋生产企业贵州赤水黔老翁晒醋有限公司。赤水市旅游资源丰富，受旅游业带动影响，赤水市近年社会消费品零售总额保持增长，未来通过提升打造“悬崖古堡·红色丙安”、“非遗大同”2个主题古镇丰富旅游业态。

财政及债务水平：近三年赤水市一般公共预算收入整体波动下滑，赤水市财政自给能力很弱，对上级补助较为依赖。赤水市2020年的一般公共预算收入同比大幅减少，当期增值税、企业所得税均同比大幅减少；2021年一般公共预算收入虽有所增长，但未回升至2019年同等水平；财政自给率很弱，

近三年始终低于20%；2019年赤水市上级专项补助收入11.62亿元，2020年一般性转移支付收入为15.94亿元，地方财政收入对上级补助较为依赖。债务方面，赤水市的地方政府债务余额持续扩张，2021年地方政府债务余额达到60.53亿元。

表3 赤水市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	4.84	4.67	6.22
税收收入占比	-	64.52%	74.73%
财政自给率	13.57%	12.87%	17.97%
政府性基金收入	14.70	5.43	5.33
地方政府债务余额	60.53	56.37	48.64

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021年赤水市财政预决算报告、2021年遵义市财政预决算报告、政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，赤水市的主要城投平台有2家。其中，赤水国投主要负责赤水市的城镇基础设施投融资和建设，业务涉及城市棚户区改造建设和市政工程建设等；赤水城投是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市棚户区改造建设，保障性安居工程建设投资、城乡基础设施建设开发投资、土地开发整理等。

表4 赤水市主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
赤水国投	赤水市财政局	134.70	37.02%	10.00	38.63	市棚户区改造、市政工程建设
赤水城投	赤水国投	64.10	36.37%	4.19	27.93	城市基础设施建设

注：财务数据为2020年度；

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及棚户区改造、保障性安居工程建设、城乡基础设施建设开发及土地开发整理等。公司营业收入全部来自委托代建收入，2021年为4.08亿元，毛利率为6.36%，较上年略有下滑。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
委托代建收入	40,783.73	6.36%	41,923.92	6.39%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司城市基础设施建设收入有所下滑，目前在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力

公司城市基础设施建设业务的一般模式为公司与项目委托方签订项目委托代建框架协议，委托方包括赤水市人民政府等政府单位及赤水市鑫竹投资开发有限公司、赤水市禾润农业投资开发有限责任公司等国有企业。公司自筹项目建设资金并承担项目建设工作，项目委托方将按项目投资额的10%支付代建费用。项目委托方根据公司已完成的工程投资额与代建费用确认代建结算金额，并与公司签订代建结算确认协议，具体结算确认协议签署时间、款项支付期限和方式届时由双方商定，公司根据结算确认协议确认城市基础设施建设收入，2021年公司城市基础设施建设业务收入4.08亿元。

表6 表 2021 年公司城市基础设施建设收入明细（单位：万元）

项目名称	项目结算收入	项目结算成本
新区医院建设项目	22,325.74	20,905.01
通村公路建设一期项目	13,087.37	12,254.53
复兴村农民集中住房建设项目	2,888.93	2,705.09
2018年棚户区改造项目	2,481.68	2,323.75
合计	40,783.71	38,188.39

资料来源：公司提供

由于建设资金紧张及政策变化，公司在建项目投资进度较缓慢，且部分项目已停工，截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资58.95亿元，已投资40.24亿元，剔除已超支的美丽乡村工程项目、赤水市严家河生态旅游开发建设项目外，公司主要建设项目尚需投资20.30亿元，面临较大的资金支出压力。

表7 截至 2021 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
赤水市天台山旅游综合体建设项目	105,023.10	99,587.13
赤水市严家河生态旅游开发建设项目	75,331.73	85,954.09
2018年棚户区改造项目	75,119.90	59,776.55
2017年棚户区改造项目	66,036.26	17,651.32
赤水康养中心	55,000.00	5,449.93
新区医院建设项目	37,500.00	35,580.78
长活路改扩建项目	33,590.00	12,141.96
赤水市汽车客运交通枢纽项目	31,406.96	7,656.35
2016年农村环境整治项目	25,000.00	21,034.27
通村公路建设一期项目	25,000.00	22,423.54
美丽乡村工程项目	21,300.00	26,522.90
赤水市尚家湾棚户区改造建设项目	21,041.14	6,965.66
星河世纪城	16,000.00	812.36
赤水市 2021 年老旧小区改造项目	2,200.00	851.74
合计	589,549.09	402,408.58

注：2019 年公司本期债券募投项目赤水市严家河生态旅游开发建设项目和赤水市天台山旅游综合体建设项目转为代建模式。

资料来源：公司提供

公司继续获得一定力度的外部支持

根据赤财发【2021】1号文件，2021年公司获得财政补贴0.69亿元，有效提升了公司的利润水平。

六、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2020年审计报告及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2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末公司合并报表范围无变化，仍无子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但以土地资产、基础设施建设项目成本和预付款项为主，整体资产流动性较弱

公司资产规模继续增长，2021年末为105.25亿元。从资产结构看，公司流动资产占比很大，但以非速动资产为主。

2021年末公司货币资金为0.24亿元，较上年略有上升，无使用受限情况，但规模仍较小。2021年末公司应收账款9.03亿元，主要为应收赤水市人民政府的城市委托代建费用。2021年末，公司预付款项为11.56亿元，主要为预付工程款，规模稳定，前五大预付对象分别为赤水市建筑安装工程有限责任公司、赤水市建筑建材经营有限公司、赤水市便捷劳务有限公司、赤水市城建工程有限责任公司和贵州赤水黔北医药有限公司，合计占同期预付账款余额98.48%，集中度较高，从账龄来看，公司预付账款账龄多为2-3年。

公司其他应收款主要系公司与当地政府单位及国企往来款，因新增对赤水国投的往来款，2021年末公司其他应收款增至6.29亿元。2021年末公司存货账面价值77.61亿元，略有下降，其中开发成本为21.40亿元，土地资产中共包括14宗土地，全部为划拨用地，未缴纳土地出让金，土地用途为商住用地，账面价值56.08亿元，其中1宗因抵押借款而使用受限，账面价值为3.35亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.24	0.23%	0.18	0.17%
应收账款	9.03	8.58%	5.56	5.52%
预付款项	11.56	10.98%	11.56	11.47%
其他应收款	6.29	5.98%	4.78	4.75%
存货	77.61	73.73%	78.16	77.59%
流动资产合计	104.72	99.49%	100.24	99.51%
非流动资产合计	0.54	0.51%	0.50	0.49%

资产总计	105.25	100.00%	100.74	100.00%
-------------	---------------	----------------	---------------	----------------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产以预付款项、往来款、项目成本和土地为主，且部分土地资产已用于抵押，资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入及毛利率均较为稳定，但业务单一，回款情况较差，政府补贴有效提升了公司的利润水平

公司主要从事赤水市区域内的基础设施建设业务，2021年公司实现营业收入4.08亿元，较上年略有下降。公司营业收入全部来源于委托代建业务，业务单一。2021年公司收现比仅为0.15，回款情况较差。截至2021年末，公司在建的代建项目仍较为充足，业务持续性较好。毛利率方面，2021年公司综合毛利率为6.36%，较为稳定。2021年公司取得政府补助0.69亿元，占利润总额86.25%，政府补贴有效提升了公司的利润水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	0.15	0.39
营业收入	4.08	4.19
营业利润	0.80	0.86
其他收益	0.69	0.65
利润总额	0.80	0.85
销售毛利率	6.36%	6.39%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

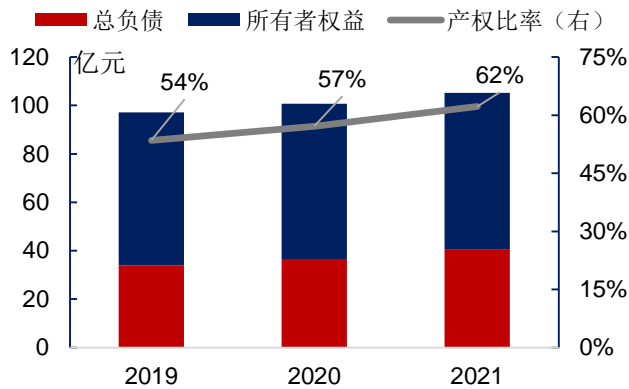
资本结构与偿债能力

公司现金对短期债务的覆盖能力较弱，利润对利息支出的保障能力弱，面临很大的偿债压力

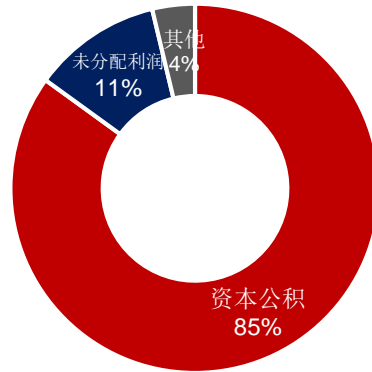
2021年公司负债规模有所增长，负债总额为40.37亿元。随着利润的累积，公司所有者权益小幅增长，2021年末为64.88亿元。2021年末公司产权比率上升至62.22%，但仍处于较低水平。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债主要以非流动负债为主，截至2021年末，非流动负债为23.46亿元，占总负债的58.12%。流动负债方面，公司其他应付款主要是与当地其他国有企业及政府单位的往来款；一年内到期的非流动负债大幅上升主要系一年内需偿付的债券金额规模较大所致。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款（合计）	7.93	19.63%	7.34	20.04%
一年内到期的非流动负债	7.42	18.39%	0.80	2.19%
流动负债合计	16.91	41.88%	9.69	26.44%
长期借款	10.00	24.78%	11.01	30.06%
应付债券	7.96	19.71%	13.24	36.13%
其他非流动负债	5.50	13.63%	2.70	7.36%
非流动负债合计	23.46	58.12%	26.95	73.56%
负债合计	40.37	100.00%	36.63	100.00%

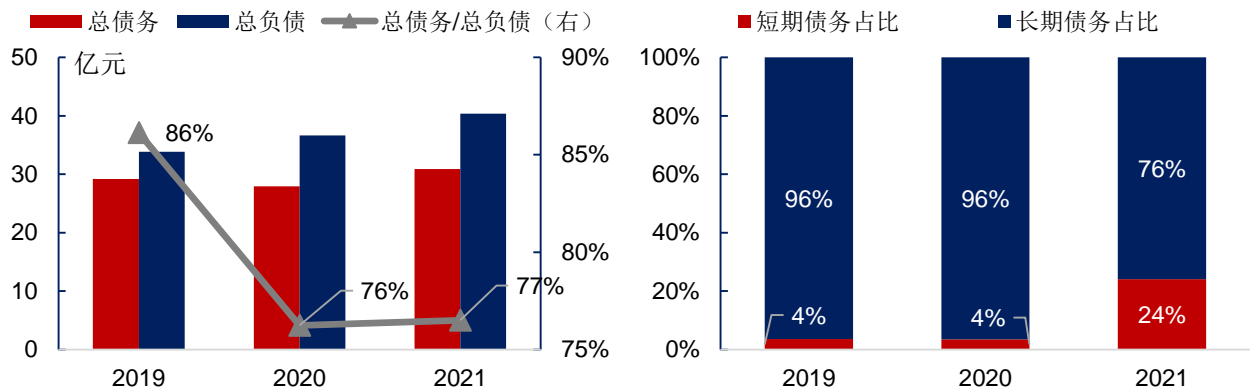
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2021年末公司长期借款10.00亿元，主要为抵质押借款、保证借款，合作金融机构主要为国家开发银行、中国农业发展银行和贵阳银行。“19赤水01”和“19赤水02”将于2022年内到期，合计债券余额3.35亿，“19赤水城投债/PR赤城建”于2022年1月18日偿还20%本金及债券利息，转入一年内到期的应付债券核算，故2021年末公司应付债券规模有所减小。公司其他非流动负债为债权融资计划，2021年末为5.50亿元。

截至2021年末，公司总债务余额为30.88亿元，较上年有所上升，债务期限结构以长期债务为主，由于“19赤水01”和“19赤水02”两期债券将于2022年内还本付息，公司短期债务占比上升。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率上升至38.35%，现金短期债务下滑至0.03，现金类资产对短期债务保障程度很差。2021年公司EBITDA利息保障倍数为0.34，仍表现较弱，公司面临很大的债务偿还压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	38.35%	36.37%
现金短期债务比	0.03	0.18
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.48

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 20 日，公司本部存在逾期本金 87.91 万元，为逾期偿还赤水市农村信用合作联社本金，截至 2022 年 6 月 24 日，上述款项已偿还。

截至2022年6月22日，公司存续公司债及企业债为“19赤水01”、“19赤水02”、“19赤水城投债/PR赤城建”，上述债券未发生违约情况。

此外，截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债共7.42亿元，为一年内到期的长期借款、应付债券及利息。

表12 截至 2021 年末公司一年内到期的非流动负债情况（单位：万元）

所属科目	授信机构/债券简称	到期金额	到期日	截至 2022 年 6 月 24 日偿还情况
一年内到期的长期借款	贵州银行赤水市支行教育园二期项目	6,000.00	2022-6-20	调整还款计划
	赤水市农村信用合作联社-复兴棚户区改造项目	96.00	2022-5-26	调整还款计划
	国家开发银行贵州省分行通村公路建设	1,450.00	2022-6-9、2022-12-9 (每年偿还 2 次)	6 月款项已偿还

一年内到期的应付债券	国家开发银行贵州省分行农村环境整治项目	1,456.00	2022-6-9、2022-12-9 (每年偿还2次)	6月款项已偿还
	中国农业发展银行-赤水市新区医院建设项目	2,800.00	2022-5-29、2022-11-29 (每年偿还2次)	5月款项已偿还
	贵阳银行遵义分行大同大道项目(国信证券股份有限公司)	200.00	2022-6-20	调整还款计划
	贵阳银行遵义分行长活路改扩建项目	100.00	2022-6-21	调整还款计划
	19赤水城投债/PR赤城建	20,000.00	2022/01/17	已偿还
	19赤水01	4,249.95	2022/06/22	已偿还
一年内到期的应付债券利息	19赤水02	28,888.01	2022/07/12	未到期
	19赤水城投债/PR赤城建		2022/01/17	已偿还
	19赤水01	8,977.44	2022/06/22	已偿还
	19赤水02		2022/07/12	未到期
合计		74,217.39	-	-

或有事项分析

公司对外担保存在一定的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保余额合计2.28亿元，其中赤水国投、贵州鼎实建设工程有限公司、赤水市禾润农业投资开发有限责任公司均为赤水市财政局持股100%的国有企业，其余被担保单位为民企，对民企的对外担保余额为0.18亿元，且公司对外担保均未设置反担保措施，但考虑到规模较小，或有负债风险相对可控。

截至2022年6月17日，公司无被执行信息。

表13 截至2021年末公司对外担保情况(单位:万元)

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
遵义市天盾智能安防科技有限公司	450.00	2022.10.26	否
贵州天裕世耀劳务有限公司	254.52	2024.1.21	否
贵州天裕世耀劳务有限公司	195.48	2024.1.21	否
贵州鼎实建设工程有限公司	8,680.00	2027.6.30	否
赤水市通途公路养护有限公司	496.28	2022.5.26	否
赤水市禾润农业投资开发有限责任公司	7,200.00	2035.8.3	否
赤水市国有资产投资发展有限公司	5,000.00	2028.7.19	否
	72.00	2028.7.19	否
赤水市根勇劳务有限公司	249.27	2024.1.21	否
	190.73	2024.1.21	否

合计	22,788.28	-	-
----	-----------	---	---

资料来源：公司 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司业务所处的赤水市为贵州省直辖县级市，由贵州省人民政府委托遵义市代管，地处遵义市西北部，赤水河流域中下游，毗邻四川、重庆，是黔北通往川渝的重要门户。近年经济规模持续增长，但当地经济发展水平仍相对落后。近年赤水市一般公共预算收入有所波动，财政自给能力弱，政府债务余额持续扩张，区域化债压力较大。

公司是赤水市重要的基础设施建设主体，主要从事委托代建业务，预计公司业务可持续性较好。公司实控人为赤水市财政局，来自政府的支持有效提升了公司的利润水平。

公司仍面临较大的债务偿还压力。2021年末公司EBITDA利息保障倍数下降为0.34，现金短期债务比为0.03，短期债务偿还资金紧缺，面临很大的短期债务偿付压力。

总体来看，公司的抗风险能力一般。

九、债券偿还保障分析

遵投集团和赤水国投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

本期债券由遵投集团和赤水国投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的全部费用及其他应支付的费用，承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期日起两年。

截至2021年末，遵投集团注册资本为20.00亿元，实收资本为20.00亿元，遵投集团唯一股东及实际控制人为遵义市国有资产监督管理委员会。遵投集团主要负责遵义市内土地开发整理、保障性住房建设和棚户区改造、城市市政和公共服务设施投融资建设和运营管理以及供排水业务。截至2021年末，遵投集团资产总额为800.78亿元，所有者权益合计为314.22亿元，资产负债率为60.76%；2021年度，遵投集团实现营业收入30.96亿元，利润总额4.03亿元，经营活动现金净流入5.42亿元。

截至2022年6月17日，遵投集团存在3条总计8.67亿元的被执行信息；共有1.80亿元的股权被冻结；2022年6月17日，遵投集团发布公告更换总经理及三名董事。

表14 遵投集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	800.78	746.27	653.80
所有者权益	314.22	309.76	277.03
总债务	324.97	291.86	233.50

资产负债率	60.76%	58.49%	57.63%
现金短期债务比	0.23	0.94	0.72
营业收入	30.96	26.31	24.92
其他收益	3.80	0.14	0.57
利润总额	4.03	3.93	3.20
销售毛利率	16.70%	20.28%	17.40%
EBITDA	7.22	12.22	10.74
EBITDA 利息保障倍数	0.58	1.25	0.96
经营活动现金流净额	5.42	-6.91	-33.43
收现比	0.74	0.84	1.03

资料来源：遵义国投 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

赤水国投是由赤水市人民政府于2007年9月组建的国有独资企业，初始注册资本13,200.00万元，根据遵投集团和遵义市人民政府分别于2017年1月和2016年12月出具的《遵义市投资（集团）有限责任公司董事会决议》和《市人民政府关于政府资产整合有关事项的通知》，赤水市财政局将赤水国投的100%股权划转至遵投集团。2018年5月，遵投集团将持有赤水国投的100%股权划转至赤水市财政局，赤水国投控股股东又变更为赤水市财政局。截至2021年末，赤水国投资本和实收资本均为13,200.00万元，控股股东和实际控制人均为赤水市财政局。

赤水国投主要负责赤水市的城市基础设施投融资和建设，业务涉及城市棚户区改造建设，市政工程建设、土地开发整理等。目前赤水国投营业收入包括工程建设收入、土地整理收入、粮油销售收入、船务运营收入以及部分办公楼的出租收入。其中，工程建设收入是赤水国投收入的主要来源。

截至2022年6月17日，赤水国投存在4条总计0.30亿元的被执行信息，存在执行标的总计0.03亿元的终本信息3条。

表15 赤水国投营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	9.79	12.43%	12.47	12.92%	14.00	13.52%
土地整理	-	-	-	-	0.24	16.67%
粮油销售	0.07	20.47%	0.01	-0.76%	0.06	-36.44%
船务运营	0.06	-24.13%	0.10	13.84%	0.09	-8.32%
其他业务收入	0.06	21.77%	0.05	6.19%	0.02	15.84%
合计	10.00	12.31%	12.63	12.89%	14.42	13.22%

资料来源：赤水国投 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，赤水国投资产总额为213.87亿元，所有者权益合计134.70亿元，资产负债率为37.02%，2020年度赤水国投实现营业收入10.00亿元，利润总额2.07亿元，经营活动现金净流入0.49亿元。

表16 赤水国投主要财务数据（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	213.87	209.29	188.90

所有者权益合计	134.70	132.88	130.83
总债务	38.63	38.74	29.53
资产负债率	37.02%	36.51%	30.74%
现金短期债务比	0.11	1.57	1.90
营业收入	10.00	12.63	14.42
其他收益	1.50	1.02	
营业利润	2.09	1.36	1.36
利润总额	2.07	2.17	2.20
销售毛利率	12.31%	12.89%	13.22%
EBITDA	2.37	2.42	2.49
EBITDA 利息保障倍数	0.97	0.96	1.17
经营活动现金流净额	0.49	-10.98	-0.50
收现比	0.42	0.99	1.01

资料来源：赤水国投 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，遵投集团主体信用等级为AA+，评级展望为负面；赤水国投主体信用等级为AA-，已被列入观察名单。遵投集团和赤水国投为本期债券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了本期债券的信用水平。

十、结论

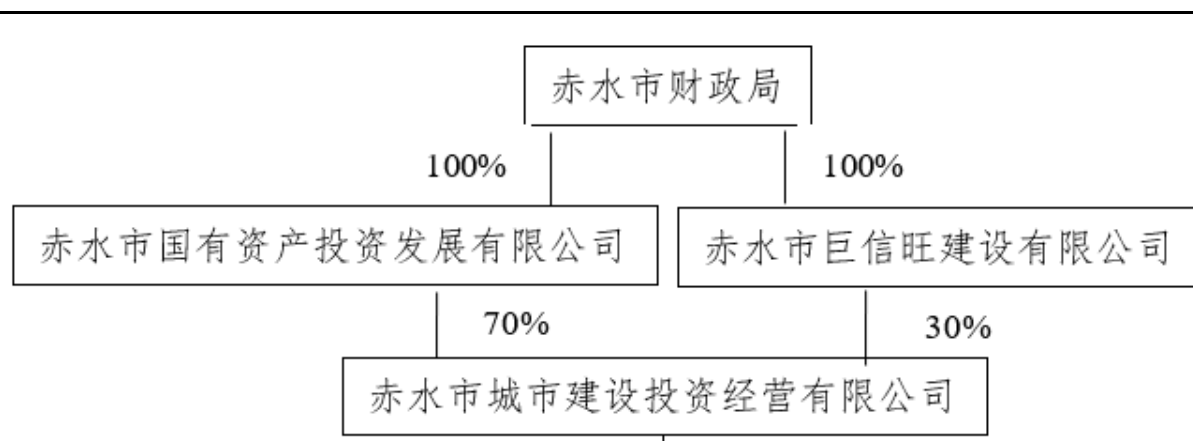
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，“19赤水城投债/PR赤城建”维持的信用等级为AA+。

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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.24	0.18	1.17
预付款项	11.56	11.56	20.49
其他应收款	6.29	4.78	1.64
存货	77.61	78.16	70.51
流动资产合计	104.72	100.24	96.70
非流动资产合计	0.54	0.50	0.46
资产总计	105.25	100.74	97.17
其他应付款（合计）	7.93	7.34	3.86
一年内到期的非流动负债	7.42	0.80	1.04
流动负债合计	16.91	9.69	5.73
长期借款	10.00	11.01	11.56
应付债券	7.96	13.24	15.67
其他非流动负债	5.50	2.70	0.91
非流动负债合计	23.46	26.95	28.14
负债合计	40.37	36.63	33.87
总债务	30.88	27.93	29.17
营业收入	4.08	4.19	4.53
所有者权益	64.88	64.10	63.30
营业利润	0.80	0.86	0.83
其他收益	0.69	0.65	0.82
利润总额	0.80	0.85	0.82
经营活动产生的现金流量净额	0.21	2.17	-13.50
投资活动产生的现金流量净额	0.03	0.02	0.02
筹资活动产生的现金流量净额	-0.17	-3.19	11.62
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	6.36%	6.39%	6.36%
收现比	0.15	0.39	0.61
资产负债率	38.35%	36.37%	34.86%
现金短期债务比	0.03	0.18	1.13
EBITDA（亿元）	0.80	0.85	0.83
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.48	0.43

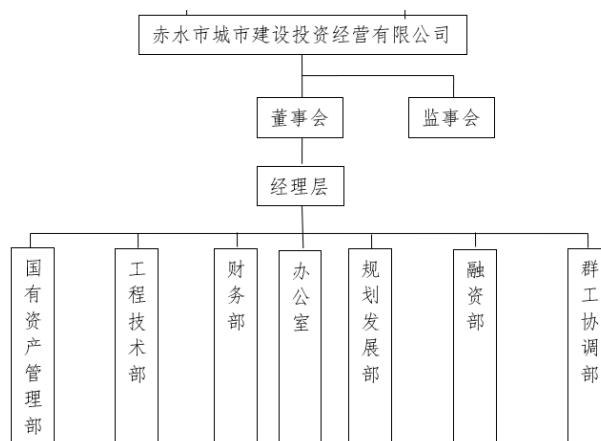
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

三、债务人主体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。

四、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。