



# 2019年赤水市城市建设投资经营有限公司 公司债券2023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。

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2023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

- 本次评级结果是考虑到：赤水市城市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）委托代建业务持续性较好，获得一定力度的外部支持，并且保证担保能够在一定程度上保障“19赤水城投债/PR赤城建”（本文又称“本期债券”）的兑付；同时中证鹏元也关注到了公司资金在项目投入上沉淀较重，且项目款回款滞后，整体流动性较弱，偿债压力很大且公司存在较大的或有负债风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，未来较长一段时期内公司的业务持续性较好，平台地位仍将维持，有望持续获得政府支持。

## 评级日期

2023年6月28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	2022	2021	2020
总资产	110.41	105.25	100.74
所有者权益	67.46	64.88	64.10
总债务	27.00	30.88	27.93
资产负债率	38.90%	38.35%	36.37%
现金短期债务比	0.00	0.03	0.18
营业收入	4.15	4.08	4.19
其他收益	0.62	0.69	0.65
利润总额	0.78	0.80	0.85
销售毛利率	6.36%	6.36%	6.39%
EBITDA	0.78	0.80	0.85
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.34	0.48
经营活动现金流净额	1.75	0.21	2.17

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司委托代建业务持续性较好。**公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，2022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的外部支持。**2022年公司共获得财政补贴0.62亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保能够在一定程度上保障本期债券的兑付。**经中证鹏元综合评定，赤水市国有资产投资发展有限公司（以下简称“赤水国投”）主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，其提供的连带责任保证担保在一定程度上保障本期债券的兑付。

## 关注

- **公司偿债压力很大。**2022年末公司一年内到期的非流动负债合计3.14亿元，但期末货币资金仅为36.39万元，现金类资产对短期债务的覆盖程度很差，同期EBITDA利息保障倍数仅为0.36。此外，截至2023年6月21日，公司共有5条被执行信息，合计被执行金额为584.76万元。
- **公司资金在项目投入上沉淀较重，且项目款回款滞后，整体流动性较弱。**公司资产以待开发土地、项目投入成本、应收政府部门及其下属企业款项为主，较大规模的应收款项对公司营运资金占用较多，项目回款依赖于当地政府的结算安排，回款时间具有不确定性。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额合计2.22亿元，对民企的对外担保金额为0.13亿元，且公司对外担保均未设置反担保措施。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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
区域状况	区域状况评分	2/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	2/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>bbb</b>
外部特殊支持					5
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为**bbb**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

- 公司是赤水市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，赤水市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与赤水市人民政府的联系非常紧密以及对赤水市人民政府非常重要。

## 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-/19 赤水城投债/PR 赤城建	2023-2-23	陈刚、赵婧	城投公司信用评级方法和模型（ <a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a> ）、外部特殊支持评价方法（ <a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a> ）	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA+/19 赤水城投债/PR 赤城建	2022-6-24	陈刚、赵婧	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA+/19 赤水城投债/PR 赤城建	2019-1-04	金善姬、胡长森	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0）</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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	6.00	2023-2-23	2026-1-18

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 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12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为761.35元。

## 三、发行主体概况

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（以下简称“赤水巨信旺”），股权变更后赤水国投仍为公司控股股东，持有公司70%股权，赤水巨信旺持有公司30%股权，赤水巨信旺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。截至2022年末，公司注册资本仍为6.11亿元，实收资本增至3.44亿元。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2022年末，公司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

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底

线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 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，但经济总量及增速在遵义市各区县内排名相对靠后，房地产开发投资不振且消费回暖较缓慢；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且债务负担沉重**

**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，距遵义市区225公里、贵阳377公里、重庆172公里、成都293公里、泸州40公里，渝赤叙高速正在筹建。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，4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2020年11月1日零时常住人口为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排名相对靠后，2022年区域经济增长转负且排名下降至靠后位置，房地产开发投资不振，消费回暖较缓慢。2022年赤水市地区生产总值增速转正为负，GDP总量和增速在遵义市下辖的14个区县中排名分别为第10名和第13名，其中GDP增速排名较上年下降5位。产业结构由2020年的20.3：34.7：45.0调整为2021<sup>1</sup>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，经济发展水平有待进一步提升。2022年，赤水市500万元以上固定资产投资增速进一步下滑4.9%，其中房地产开发投资大幅下滑45.8%，与遵义市平均下滑45.2%的水平相当。2022年社会消费品零售总额增速转正为负，略高于遵义市平均下滑4.3%的水平，消费回暖复苏较为缓慢。

**表1 2022年遵义市各区（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
------	-----	--------	---------------	--------------	-------------

<sup>1</sup> 截至 2023 年 4 月末，2022 年产业结构数据尚未做披露。



仁怀市	1,706.70	5.6%	260,884	99.24	50.81
红花岗区	496.35	1.1%	51,144	13.02	34.08
汇川区	473.99	3.0%	75,621	22.81	--
播州区	380.35	0.8%	50,033	11.07	33.78
桐梓县	182.43	1.9%	34,564	5.82	16.78
绥阳县	127.82	2.9%	33,779	4.01	15.04
赤水市	119.37	-0.8%	48,328	3.72	13.44
道真仡佬族苗族自治县	90.76	0.7%	37,365	2.59	12.26

注：1、2022年各区/县/代管市人均GDP=该区域2022年GDP/该区域2021年末常住人口；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，下文同。

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	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	119.37	-0.8%	117.97	10.0%	106.17	4.6%
500万元以上固定资产投资	--	-4.9%	--	-29.5%	--	-9.6%
社会消费品零售总额	37.54	-4.8%	39.41	12.1%	32.45	5.9%
人均 GDP（元）		48,328		47,706		42,934
人均 GDP/全国人均 GDP		56.39%		58.91%		59.26%

注：1、2020-2021年人均GDP根据第七次全国人口普查常住人口计算，2022年人均GDP根据2021年末常住人口计算。

资料来源：2020-2021年赤水市国民经济和社会发展统计公报、赤水市2022年主体经济指标简析，中证鹏元整理

**产业情况：**赤水市以生态竹木循环和绿色食品加工为两大主导产业，工业基础较为薄弱。赤水市2022年全年规模以上工业增加值同比下滑19.6%，远低于遵义市同比增长10.3%的平均水平，在遵义市14个区县中排名第九。赤水市工业主要以轻工业为主，受工业起步较晚影响，工业基础较为薄弱。生态竹木循环为赤水市支柱产业之一，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。2022年赤水市新型工业化取得一定进展，建成竹产业“一院一馆两中心”<sup>2</sup>，并成为“中国竹都”林业产业特色区域品牌试点。近年来，赤水市加快发展以白酒为主的绿色食品加工产业，2023年初，全市酱香白酒企业共15家，其中已建成投产8家，白酒建成产能达2.9万千升，引进的22家白酒配套企业已投产19家；2023年，赤水市计划新增1,000亩土地发展酱酒，新增白酒产能2万千升以上，形成10万千升在建产能。

**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。受经济下行、消费复苏缓慢、减税降费等影响，赤水市2022年一般公共预算收入大幅下滑23.39%；赤水市财政自给率很弱，近三年始终低于15%。2020-2021年赤水市一般性转移支付收入分别为15.94亿元、14.82亿元，2022年收到上级补助资金20.42亿元，地方财政收入对上级补助较

<sup>2</sup> 贵州省新时代竹产业研究院、竹文化竹博物馆、贵州竹产品交易中心、贵州省竹产品检验检测中心。

为依赖。债务方面，赤水市的地方政府债务余额持续扩张。根据 DM 数据统计，2022 年赤水市狭义、广义地方财力债务率<sup>3</sup>由高到低分别排名遵义市第 6 位、第 1 位，区域整体债务负担沉重。

**表3 赤水市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	3.72	4.86	4.67
税收收入占比	--	63.58%	64.52%
财政自给率	12.81%	14.12%	12.87%
政府性基金收入	13.44	14.34	5.43
地方政府债务余额	64.65	60.53	56.37

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：2020-2022年赤水市财政预决算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2022 年末，赤水市的主要城投平台有 2 家，详见下表。

**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
赤水市国有资产投资发展有限公司	赤水市财政局	135.86	38.16%	10.09	44.49	城市棚户区改造、市政工程建设
赤水市城市建设投资经营有限公司	赤水市国有资产投资发展有限公司	67.46	38.90%	4.15	27.00	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

注：赤水市国有资产投资发展有限公司财务数据为2021年度/2021年末，公司财务数据为2022年度/2022年末

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍是赤水市重要的基础设施建设主体之一，业务主要为代建，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑

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，2022年为4.15亿元，毛利率为6.36%，与上年基本持平。

<sup>3</sup> 狭义地方财力=一般公共预算收入；广义地方财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移性收入（一般公共预算科目下的转移性收入，若无，则取“上级补助收入”；若无，继续取“转移支付收入”）；债务率仅含地方政府债务余额。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建收入	41,536.64	100.00%	6.36%	40,783.73	100.00%	6.36%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告

### （一）委托代建业务

公司代建业务由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委托，2022年委托代建业务收入有所上升，但项目回款情况较差，且公司可用货币资金很少，后续项目能否顺利推进仍存在一定的不确定性

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。

2022年公司工程代建业务收入有所下降，主要确认收入的项目有2017年棚户区改造项目、通村公路建设一期项目、赤水康养中心项目等。由于代建项目按照建设成本加成一定比例利润确认收入，因此各项代建工程毛利率基本稳定。

公司工程代建业务量较为充足。截至2022年末，公司主要在建代建项目均已签订代建协议，计划总投资合计45.41亿元，累计已完成投资28.97元，投资规模较大，业务持续性较好，但上述在建代建项目合计尚需投资<sup>4</sup>18.55亿元，项目建设资金需求较大，且2022年末公司可用货币资金很少，当年项目回款情况较差，项目能否顺利推进仍存在一定的不确定性。

综上，公司作为赤水市重要的基础设施建设主体，业务量仍然较为充足，投资规模较大，业务持续性较好；但业务回款受与委托方结算进度及当地财政情况的影响存在不确定性，项目整体回款较为滞后，持续的项目投入与资金垫付给公司带来较大的资金压力。

**表6 截至 2022 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	100,611.56
赤水市 2019 年文华片区棚户区改造项目	76,000.00	32.64
赤水市严家河生态旅游开发建设项	75,331.73	96,330.20
2018 年棚户区改造项目	75,119.90	61,024.59
2017 年棚户区改造项目	66,036.26	18,367.17

<sup>4</sup>尚需投资额未计入超支的赤水市严家河生态旅游开发建设项

赤水市汽车客运交通枢纽项目	31,406.96	11,470.93
赤水市严家望城片区土地整治项目	22,000.00	475.55
赤水市 2021 年老旧小区改造项目	2,200.00	1,310.27
赤水市易地扶贫搬迁产业基础设施建设项目	1,000.00	8.00
黄陂洞战斗遗址旅游基础项目	-	78.00
<b>合计</b>	<b>454,117.95</b>	<b>289,708.91</b>

注：2019 年公司将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【2022】1号文件，2022年公司获得财政补贴0.62亿元，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

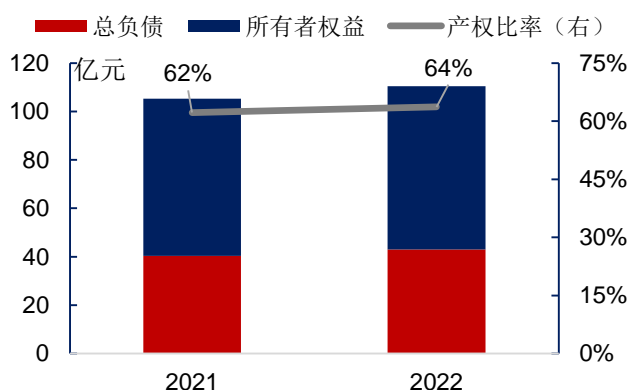
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

### 资本实力与资产质量

2022 年末公司负债规模增加，产权比率有所上升，可用货币资金很少，资产以待开发土地、项目投入成本、应收政府部门及其下属企业款项为主，项目投入资金沉淀较重，回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，需关注未来预付账款相关的工程建设情况

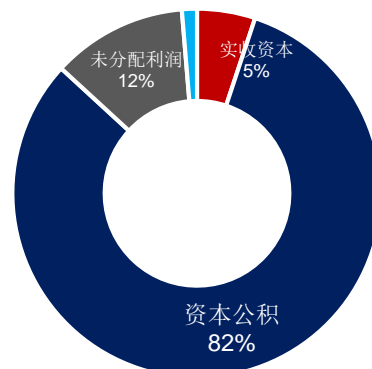
2022 年随着负债规模增加，公司产权比率有所上升。从权益结构来看，主要来自政府以资产注入方式对公司增资形成的资本公积。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产中存货占较大比重，主要为代建业务开展中所支付的工程款及待开发的土地，投入资金沉淀较重，其中待开发土地共包括 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，2022年末共有3.35亿元的土地使用权已抵押，使用受限。

受委托方结算进度及当地财政情况的影响，2022年末公司应收账款规模大幅增长，其中赤水市人民政府的工程款占比为94.82%。公司其他应收款主要应收对象为当地国企、政府单位，规模较大，对资金形成较大占用。总体来看，公司应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用。

公司货币资金规模持续缩小，2022年末公司可用资金很少，仅为36.39万元，无受限情况。公司预付款项主要为预付工程款，2022年末账龄三年以上的预付款项占比为98.42%，需关注未来预付账款相关的工程建设情况。

受限资产方面，截至2022年末，公司使用受限的资产账面价值合计3.35亿元，全部为用于抵押借款的土地。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.00	0.00%	0.24	0.23%
应收账款	13.11	11.87%	9.03	8.58%
预付款项	11.50	10.41%	11.56	10.98%
其他应收款（合计）	8.56	7.76%	6.29	5.98%
存货	76.67	69.44%	77.61	73.73%
<b>流动资产合计</b>	<b>109.84</b>	<b>99.49%</b>	<b>104.72</b>	<b>99.49%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>0.56</b>	<b>0.51%</b>	<b>0.54</b>	<b>0.51%</b>
<b>资产总计</b>	<b>110.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>105.25</b>	<b>100.00%</b>

注：2022年末货币资金余额为36.39万元。

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

### 盈利能力

公司营业收入有所上升，政府补助对盈利贡献较大，在地方财政面临压力有所加大的情况下，未来公司可获得的政府补助存在一定不确定性

2022年公司营业收入有所上升，毛利率基本与上年持平。2022年公司收到的政府补助为0.62亿元，占当年利润总额的79.21%，政府补助对公司盈利贡献较大。2022年赤水市财政面临的压力有所加大，需关注未来政府补助的可持续性。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	4.15	4.08
营业利润	0.78	0.80
其他收益	0.62	0.69
利润总额	0.78	0.80

销售毛利率	6.36%	6.36%
-------	-------	-------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

### 公司总债务规模有所下滑但债务负担仍重，融资成本较高，短期偿债压力很大

受债券还本付息的影响，2022年公司债务规模有所下降。截至2022年末，公司负债规模同比增长6.39%，其中总债务规模同比下降12.56%至27.00亿元。公司债务以银行借款、应付债券、非标融资为主，银行借款包括抵押借款、保证借款，应付债券主要为19赤水城投债/PR赤城建，非标融资主要为债权融资计划等，在其他非流动负债中核算，公司银行借款及非标融资成本较高。总体而言，公司融资成本较高，债务压力大。

其余负债中，其他应付款主要为往来款及保证金，2022年末上升较多系往来款增加所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款（合计）	14.18	33.03%	7.93	19.63%
一年内到期的非流动负债	3.14	7.30%	7.42	18.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>19.08</b>	<b>44.43%</b>	<b>16.91</b>	<b>41.88%</b>
长期借款	10.10	23.52%	10.00	24.78%
应付债券	5.97	13.90%	7.96	19.71%
其他非流动负债	7.80	18.15%	5.50	13.63%
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.87</b>	<b>55.57%</b>	<b>23.46</b>	<b>58.12%</b>
<b>负债合计</b>	<b>42.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.37</b>	<b>100.00%</b>
总债务	27.00	62.87%	30.88	76.50%
其中：短期债务	3.14	7.30%	7.42	18.39%
长期债务	23.87	55.57%	23.46	58.12%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司资产负债率略有上升，2022年末为38.90%。公司整体融资成本较高，利息支出较大，EBITDA对利息的覆盖能力较弱；公司一年内到期的非流动负债合计3.14亿元，但期末货币资金仅为36.39万元，现金类资产对短期债务的覆盖程度很差。

公司资金需求主要来自债务还本付息及项目建设支出。公司经营活动现金流仍难以覆盖公司还本付息需求。2022年末公司获得授信已全部使用完毕，获得新增融资的能力较弱，需关注相关政策及融资环境对公司融资能力的影响。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	38.90%	38.35%

现金短期债务比	0.00	0.03
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.34

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（查询日为2023年6月9日），公司本部存在未结清关注类借款账户4个，关注类借款余额合计4.36亿元，逾期本金及利息为14.66万元，系逾期未偿还赤水市农村信用合作联社的借款本金，截至2023年6月19日，上述逾期本金及利息已偿还。

表11 公司本部关注类贷款情况（单位：万元）

借款主体	授信机构	类别	贷款余额	备注
赤水市城市建设投资经营有限公司	国家开发银行贵州省分行	关注	14,350.00	因调整还款计划，故借款被调整为关注类
		关注	11,938.00	
		关注	10,000.00	
		关注	7,320.00	
合计		-	43,608.00	-

资料来源：企业信用报告，公司提供，中证鹏元整理

### 或有事项分析

#### 公司对外担保存在较大的或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保金额合计2.22亿元，其中赤水国投、赤水市扶贫投资开发有限责任公

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，对民企的对外担保金额为0.13亿元，且公司对外担保均未设置反担保措施。此外，截至2023年6月21日，赤水国投共有8条被执行信息。

**表12 截至 2022 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
赤水市扶贫投资开发有限责任公司	8,680.00	2027.6.30	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
遵义市天盾智能安防科技有限公司	450.00	2028.7.19	否
贵州天裕世耀劳务有限公司	254.52	2024.1.21	否
赤水市根勇劳务有限公司	249.27	2024.1.21	否
贵州天裕世耀劳务有限公司	195.48	2024.1.21	否
赤水市根勇劳务有限公司	190.73	2024.1.21	否
<b>合计</b>	<b>22,220.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

### 公司存在被执行信息

根据中国执行信息公开网信息查询结果，截至2023年6月21日，公司共有5条被执行信息，合计被执行金额为584.76万元，具体情况如下表所示：

**表13 截至 2023 年 6 月 21 日公司被执行信息（单位：万元）**

序号	立案时间	金额	案号	执行法院	案件情况
1	2023/3/21	175.80	(2023)黔 0381 执 588 号	赤水市人民法院	公司逾期未支付穆世红的借款，目前已签订和解协议
2	2023/4/18	168.01	(2023)黔 0381 执 731 号	赤水市人民法院	公司逾期未支付贵州水务建设工程有限公司的工程款
3	2022/5/11	160.00	(2023)黔 0381 执 884 号	赤水市人民法院	公司逾期未支付穆何成的借款，目前已签订和解协议
4	2023/4/11	60.00	(2023)黔 0381 执 705 号	赤水市人民法院	公司逾期未支付张玉伦的借款，目前已签订和解协议
5	2023/6/19	20.95	(2023)黔 0381 执 1127 号	赤水市人民法院	-
<b>合计</b>		<b>584.76</b>		-	-

资料来源：中国执行信息公开网，公司提供，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是赤水市人民政府下属重要企业，控股股东为赤水国投，持有公司70%的股权，实际控制人为赤水市财政局，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，赤水市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

- （1）公司与赤水市人民政府的联系非常紧密。公司控股股东为赤水国投，持有公司70%的股权，



实际控制人为赤水市财政局，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例。赤水市人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，且近年公司获得赤水市人民政府较大力度的外部支持，此外，公司作为赤水市重要的基础设施建设主体之一，预计未来较长一段时期其定位仍将维持，未来公司与赤水市人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对赤水市人民政府非常重要。代建业务是公司营业收入的主要来源，公司的业务基本来源于政府及其相关单位，公司在基础设施建设方面对赤水市人民政府贡献很大；此外，公司违约可能会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、债券偿还保障分析

### 保证担保能够在一定程度上保障本期债券的兑付

本期债券由遵义市投资(集团)有限责任公司（以下简称“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2022年末，遵投集团注册资本及实收资本仍为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。截至2022年末，遵投集团资产总额为778.57亿元，所有者权益合计为292.29亿元，资产负债率为62.46%；2022年度，遵投集团实现营业收入32.56亿元，利润总额3.61亿元，经营活动现金净流入0.61亿元。

**表14 遵投集团主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	778.57	800.78	746.27
所有者权益	292.29	314.22	309.76
资产负债率	62.46%	60.76%	58.49%
营业收入	32.56	30.96	26.31
其他收益	2.99	3.80	0.14
利润总额	3.61	4.03	3.93
销售毛利率	16.46%	16.70%	20.28%
经营活动现金流净额	0.61	5.42	-6.91

资料来源：遵投集团2020-2022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2022年末，赤水国投注册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。

**表15 赤水国投营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	金额	毛利率	金额	毛利率	毛利率
工程建设	9.87	12.41%	12.43%	9.79	12.43%	13.52%
粮油销售	0.01	1.43%	20.47%	0.07	20.47%	-36.44%
船务运营	0.07	-9.79%	-24.13%	0.06	-24.13%	-8.32%
其他业务收入	0.14	-2.95%	21.77%	0.06	21.77%	15.84%
<b>合计</b>	<b>10.09</b>	<b>12.04%</b>	<b>12.31%</b>	<b>10.00</b>	<b>12.31%</b>	<b>13.22%</b>

资料来源：赤水国投 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，赤水国投资产总额为219.68亿元，所有者权益合计135.86亿元，资产负债率为38.16%，2021年度赤水国投实现营业收入10.09亿元，利润总额1.72亿元，经营活动现金净流入0.62亿元。

**表16 赤水国投主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2021	2020	2019
总资产	219.68	213.87	209.29
所有者权益	135.86	134.70	132.88
总债务	44.49	38.63	38.74
资产负债率	38.16%	37.02%	36.51%
现金短期债务比	0.02	0.11	1.57
营业收入	10.09	10.00	12.63
其他收益	1.09	1.50	1.02
利润总额	1.72	2.07	2.17
销售毛利率	12.04%	12.31%	12.89%
EBITDA	2.14	2.37	2.42
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.97	0.96
经营活动现金流净额	0.62	0.49	-10.98

资料来源：赤水国投 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

因遵投集团与公司统筹规划原因，计划有变，经遵投集团和公司协商一致，遵投集团不再接受中证鹏元开展2022年及后续年度的跟踪评级工作，无需中证鹏元出具遵投集团主体信用评级结果。中证鹏元对遵投集团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增信效果无法准确评定。

经中证鹏元综合评定，赤水国投主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。保证担保能够在一定程度上保障本期债券的兑付。

## 十、结论

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。

公司仍面临很大的债务偿还压力。2022年末公司EBITDA利息保障倍数为0.36，现金短期债务比为0.00，面临很大的短期债务偿付压力。

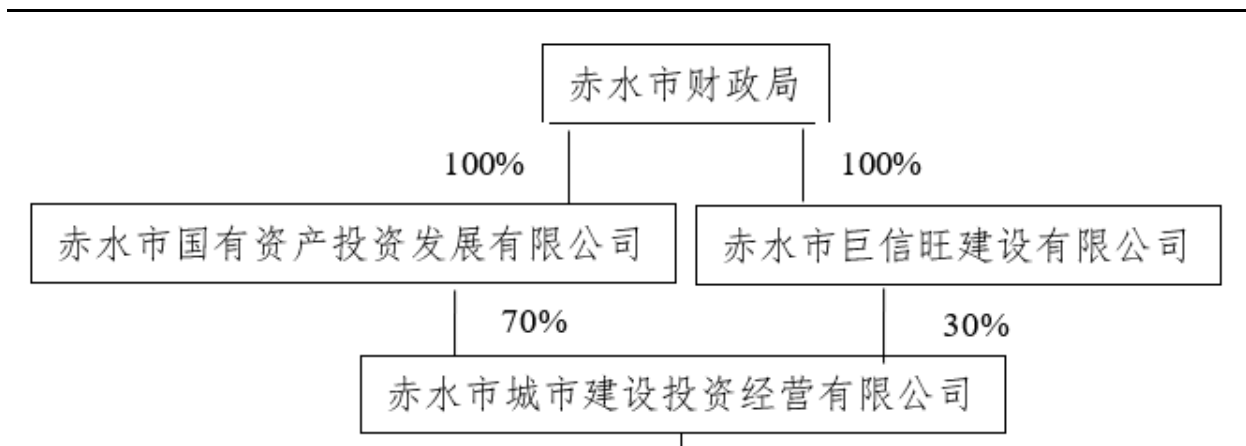
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“19赤水城投债/PR赤城建”的信用等级为AA-。

## 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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	0.00	0.24	0.18
应收账款	13.11	9.03	5.56
预付款项	11.50	11.56	11.56
其他应收款（合计）	8.56	6.29	4.78
存货	76.67	77.61	78.16
流动资产合计	109.84	104.72	100.24
非流动资产合计	0.56	0.54	0.50
资产总计	110.41	105.25	100.74
其他应付款（合计）	14.18	7.93	7.34
一年内到期的非流动负债	3.14	7.42	0.80
流动负债合计	19.08	16.91	9.69
长期借款	10.10	10.00	11.01
应付债券	5.97	7.96	13.24
其他非流动负债	7.80	5.50	2.70
非流动负债合计	23.87	23.46	26.95
负债合计	42.95	40.37	36.63
其中：短期债务	3.14	7.42	0.98
总债务	27.00	30.88	27.93
所有者权益	67.46	64.88	64.10
营业收入	4.15	4.08	4.19
营业利润	0.78	0.80	0.86
其他收益	0.62	0.69	0.65
利润总额	0.78	0.80	0.85
经营活动产生的现金流量净额	1.75	0.21	2.17
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.03	0.02
筹资活动产生的现金流量净额	-1.98	-0.17	-3.19
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	6.36%	6.36%	6.39%
资产负债率	38.90%	38.35%	36.37%
短期债务/总债务	11.61%	24.03%	3.53%
现金短期债务比	0.00	0.03	0.18
EBITDA（亿元）	0.78	0.80	0.85
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.34	0.48

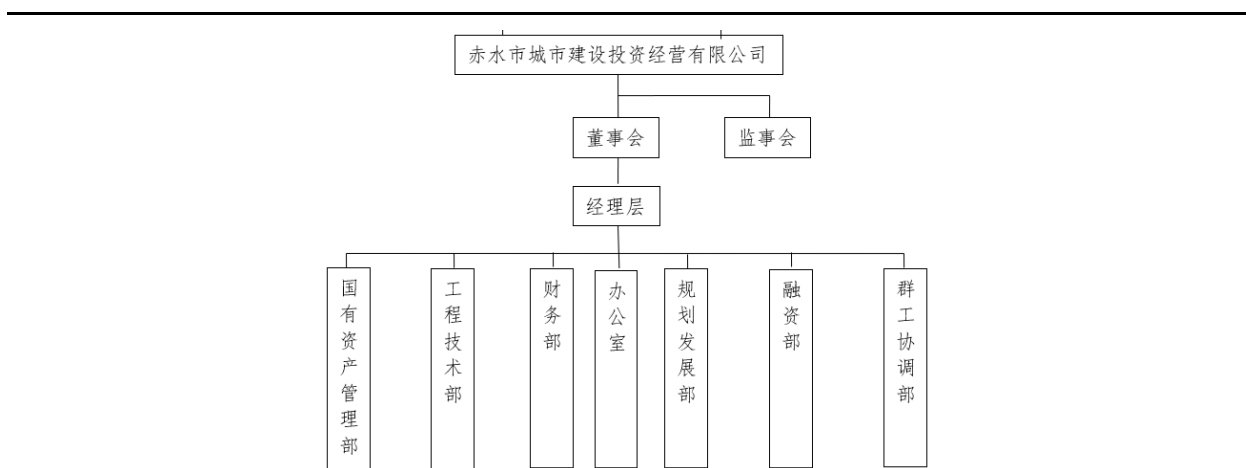
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。