

信用评级公告

联合〔2021〕11045号

联合资信评估股份有限公司通过对江油鸿飞投资（集团）有限公司及其拟发行的 2021 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定江油鸿飞投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，2021 年江油鸿飞投资（集团）有限公司公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
评级总监：



二〇二一年十二月八日

2021年江油鸿飞投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告



评级结果

主体长期信用等级：AA
担保方长期信用等级：AAA
本次债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况

本次债券发行规模：不超过 4.50 亿元
本次债券期限：7 年
偿还方式：按年付息，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年末分别兑付债券本金的 20.00%
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
募集资金用途：1.98 亿元拟用于偿还 2021 年内到期的企业债“15 江油债”本金，2.52 亿元拟用于江油市三合镇双江路片区安置房建设项目

评级时间：2021 年 12 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果

指示评级	bbb	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	盈利能力	4
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
外部支持				6

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对江油鸿飞投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为江油市最重要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，具有较强的业务区域专营优势，公司外部环境良好，持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司面临较大的资金支出压力、旅游项目收益及资金回流存在一定的不确定性、短期偿债压力大、募投项目收益存在不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续负责江油市公用事业运营和城市基础设施项目建设，公司业务有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡融担”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，三峡融担主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，期担保显著提升了本次债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **外部发展环境良好。**江油市经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **业务具有较强的区域专营优势。**公司作为江油市最重要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，其公用事业运营业务具有较强的区域专营优势。
3. **持续获得有力的外部支持。**公司在资金注入、资产划转和政府补贴方面持续获得有力的外部支持。
4. **增信措施。**三峡融担提供的担保显著提升了本次债券本息偿付的安全性。

关注

1. **公司面临较大的资金支出压力。**公司在建及拟建项目投资规模较大，后续投资建设存在较大的资金支出压力。代建项目收入确认进度相对滞后，回款受业主方资金安排影响较大。

分析师：

倪 昕 登记编号（R0040218020005）

崔 莹 登记编号（R0040218080002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 公司旅游项目收益及资金回流存在一定的不确定性。公司旅游项目接客量受周边交通及旅游市场景气度等因素影响较大，项目收入及资金回流存在一定的不确定性。
3. 短期偿债压力大。公司短期债务增长较快，债务结构不合理，截至2021年3月末，公司短期债务为39.38亿元，现金短期债务比为0.04倍，公司短期偿债压力大。
4. 募投项目收益存在不确定性。募投项目尚处在起步阶段，受项目建设进度、实际经营情况等因素的影响，项目收益实现的规模和时间具有一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	2.96	5.56	4.95	1.74
资产总额（亿元）	180.12	215.14	240.44	238.93
所有者权益（亿元）	80.33	77.37	89.85	90.01
短期债务（亿元）	13.43	23.47	37.80	39.38
长期债务（亿元）	71.30	87.52	81.69	78.85
全部债务（亿元）	84.73	110.98	119.48	118.22
营业收入（亿元）	7.66	12.65	14.42	2.56
利润总额（亿元）	1.13	0.98	0.95	0.16
EBITDA（亿元）	4.25	4.02	4.42	--
经营性净现金流（亿元）	2.91	2.10	2.67	0.38
营业利润率（%）	11.40	11.72	10.59	8.81
净资产收益率（%）	1.34	1.24	1.02	--
资产负债率（%）	55.40	64.04	62.63	62.33
全部债务资本化比率（%）	51.33	58.92	57.08	56.78
流动比率（%）	529.58	314.18	276.33	264.62
经营现金流动负债比（%）	13.21	5.03	4.76	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.24	0.13	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.30	1.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.92	27.59	27.05	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	150.18	178.09	198.41	199.49
所有者权益（亿元）	54.59	53.51	66.61	66.62
全部债务（亿元）	72.48	89.35	101.07	98.74
营业收入（亿元）	4.86	6.71	6.27	1.00
利润总额（亿元）	1.74	1.87	1.51	0.01
资产负债率（%）	63.65	69.96	66.43	66.61
全部债务资本化比率（%）	57.04	62.55	60.28	59.71
流动比率（%）	332.79	227.92	232.34	210.18
经营现金流动负债比（%）	28.69	3.47	2.14	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算；3. 2021年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/06/28	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
AA	稳定	2020/09/07	倪昕 张蔚	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表)(V3.0.201907)	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由江油鸿飞投资(集团)有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、根据控股股东联合信用管理有限公司(以下简称“联合信用”)提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况,联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司(以下简称“联合征信”)为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离,在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立,因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响,联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本次债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:

联合资信评估股份有限公司

2021 年江油鸿飞投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

江油鸿飞投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）前身为江油市国有资产经营投资有限责任公司，于 2003 年 12 月 2 日在江油市工商行政管理局注册登记，成立时注册资本为 1000.00 万元。2005 年 5 月，公司变更名称为江油鸿飞国有资产经营投资（集团）有限公司（以下简称“江油国资经投”）。后经江油市人民政府（以下简称“江油市政府”）多次注资，公司注册资本增至 1.17 亿元。2007 年，公司变更名称为现名。2020 年 2 月，公司股东江油市国有资产监督管理委员会（以下简称“江油国资办”）向公司注资 3.83 亿元，公司注册资本和实收资本均增至 5.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 5.00 亿元，江油国资办持有公司 100.00% 股权，为公司唯一股东和实际控制人。

公司主要业务为天然气供应及燃气工程设计安装，自来水生产、供应，基础设施建设和土地开发及整理等。

截至 2021 年 3 月末，公司本部设综合部、计划财务部、投资发展部等职能部门；公司合并范围内子公司 20 家，拥有员工 1011 人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 240.44 亿元，所有者权益 89.85 亿元（少数股东权益 0.72 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 14.42 亿元，利润总额 0.95 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 238.93 亿元，所有者权益 90.01 亿元（少数股东权益 0.71 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.56 亿元，利润总额 0.16 亿元。

公司注册地址：江油市涪江路中段 657 号；法定代表人：金泓。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 2021 年江油鸿飞投资（集团）有限公司公司债券（以下简称“本次债券”），发行规模不超过 4.50 亿元，期限为 7 年。本次债券按年付息，并在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，每年按照债券发行总额 20.00% 的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本次债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡融担”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券拟发行规模不超过 4.50 亿元，其中 1.98 亿元拟用于偿还 2021 年内到期的企业债“15 江油债”本金，2.52 亿元拟用于江油市三合镇双江路片区安置房建设项目（以下简称“募投项目”）。

（1）募投项目基本情况

募投项目实施主体为公司全资子公司江油鸿飞城市建设发展有限公司（以下简称“江油城建”）¹。根据《江油市三合镇双江路片区安置房建设项目可行性研究报告》（以下简称“募投项目可研性报告”），募投项目位于江油市三合镇双江路片区，项目规划用地面积 45296.637 平方米（67.91 亩），规划总建筑面积为 112550 平方米，地上建筑面积为 90100 平方米，其中住宅建筑面积 88300 平方米、商业配套 1500 平方米、物业用房 300 平方米，地下建筑建筑面积为 22450 平方米。项目建设内容包括土建工程、装饰装修工程、设备及安装工程、总图工程、设备购置等。

¹ 原江油鸿飞房地产开发有限公司于 2021 年 5 月 20 日更为现名

（2）募投项目资金来源

募投项目总投资 3.90 亿元，其中企业自筹资金 1.38 亿元（占项目总投资的 35.38%），拟使用募集资金 2.52 亿元（占项目总投资的 64.62%）。

（3）募投项目审批情况

2021年6月30日，江油市发展和改革委员会出具《关于江油市三合镇双江路片区安置房建设项目可行性研究报告的批复》（江发改〔2021〕242号），同意实施募投项目。

（4）募投项目经济效益

项目建设工期为 30 个月（不含前期工作），即 2022 年 3 月—2024 年 8 月（工程实施进度按实际进行调整）。根据募投项目可研性报告，募投项目预计可实现销售收入总计为 5.06 亿元，扣除项目经营成本、销售税金及附加和增值税后，项目税后净收益 4.56 亿元。该项目税后投资回收期为 5.16 年（含建设期），项目税后财务内部收益率为 5.20%，具有良好的盈利能力。

（5）募投项目社会效益

募投项目在建设期和运营期会引进部分外来资源，为当地居民的生活增加活力，同时增加收入。并且项目的实施将创造大量的就业岗位，可解决部分居民就业难的问题。另一方面，募投项目的建设需要大量的原材料，将为周围从事建筑行业的有关材料供应商、施工方、运输方等群体提供就业机会，促进当地经济的发展。

此外，募投项目的建设及运营，将很大程度提升江油市三合镇城市综合服务水平以及综合承载能力，其链带经济影响作用将覆盖整个城镇，促进区内的建筑、交通、教育、旅游及餐饮等各

个行业的发展，有助于加快人和城乡社会经济建设，完善社会服务设施。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长³5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）

² 文中 GDP 增均为实际增速，下同

³ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度

人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总

体良好。从结构看,重点群体就业情况在三季度出现改善,其中16~24岁城镇人口失业率结束了自2021年1月以来的连续上升趋势,自8月开始出现下降;截至2021年三季度末,农村外出务工劳动力总量同比增长2%,基本恢复至疫情前2019年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年第四季度,能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响,经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间;财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用,促进经济平稳增长。

生产方面,2021年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大,叠加原材料价格较高等因素影响,工业生产或将持续承压。需求方面,未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解,但在房地产调控政策基调不变的前提下,短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局;随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设,基建投资有望逐步改善,但受制于地方政府债务管理趋严,预计改善空间有限;限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固,第四季度仍然会受到疫情影响,但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平,但在上年基数抬高因素影响下,出口增速或将小幅下行。基于上述分析,联合资信预测全年GDP增速在8.00%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电

信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初,固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力,而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下,地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后,在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下,城投企业数量快速增加,融资规模快速上升,为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险,2010年以来,国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“《43号文》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年,新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击,政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复,2020年底以来,地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号),对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政

府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会

议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年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》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表2 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县

2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

江油市经济实力持续增强，公司的外部发展环境良好。

江油市为四川省辖县级市，由绵阳市代管，位于四川省东北部、四川盆地北部边缘的涪江中上游地带，面积 2719 平方公里，总人口 86 万，

辖 23 个乡镇、1 个办事处和 1 个省级高新技术产业园区，是中国优秀旅游城市、全国卫生先进城市，国家现代农业示范区、全国休闲农业与乡村旅游示范县，四川省历史文化名城、首批“工业强县”示范市、环境优美示范城市、法治市、文明城市、双拥模范城。目前，江油市正加快形成新材料、高端装备制造“一基地一集群”产业体系和“一区多园一走廊”空间布局，全域文农林旅深度融合和现代服务业发展走在全省前列，以休闲农业与乡村旅游、农产品加工为两大主导产业，以蔬菜、生猪、粮油为三大传统优势产业，以林果、花卉苗木、中药材、禽兔、水产为五大特色产业的“235”现代农业产业体系基本构建。初步建立“全域电商”模式，电子商务企业达到 700 余户，电子商务交易规模突破 180 亿元。

根据 2018 年、2020 年《江油市国民经济和社会发展统计公报》和《2019 年江油市主要经济指标完成情况》，2018—2020 年，江油市分别实现 GDP428.03 亿元、456.29 亿元和 477.74 亿元，同比增长 9.2%、8.0%和 4.1%。2020 年，江油市第一产业增加值 61.11 亿元，增长 5.4%；第二产业增加值 198.2 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 218.43 亿元，增长 4.8%。三次产业结构比为 12.8:41.5:45.7。

财政实力方面，根据 2018—2020 年《关于江油市上年财政预算执行情况和本年年财政预算（草案）的报告》，2018—2020 年，江油市分别实现一般公共预算收入 20.8 亿元、22.72 亿元和 23.00 亿元，同比增长 9.1%、9.3%和 1.2%，其中税收收入分别为 10.10 亿元、9.87 亿元和

11.43 亿元，占一般公共预算收入的 48.56%、43.44% 和 49.70%；同期江油市一般公共预算支出分别为 50.89 亿元、58.54 亿元和 44.93 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为 40.87%、38.81%和 51.19%。

2021 年 1—6 月，江油市实现 GDP247.16 亿元，可比增长 13%。江油市第一产业增加值 25.99 亿元，增长 8.1%；第二产业增加值 119.16 亿元，增长 11.6%；第三产业增加值 218.43 亿元，增长 15.4%。全社会固定资产投资增长 16.3%。同期，江油市一般公共预算收入 12.84 亿元，增长 10.4%；一般公共预算支出 28.62 亿元，财政自给率为 44.86%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 5.00 亿元，江油国资办为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司作为江油市最重要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，在公用事业运营方面具

有较强的业务区域专营优势。

公司作为江油市最重要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，主要从事城市基础设施建设、土地整理、燃气供应、公共交通、自来水供应和文化旅游等业务。

公司公用事业运营业务具有较强的区域专营优势。城市公交业务方面，公司业务范围覆盖江油市内所有线路和部分乡镇线路。水务业务方面，公司负责江油市中坝镇、三合镇、太平镇、彰明镇、青莲镇、九岭镇、西屏镇、马角镇、二郎庙镇、厚坝镇、方水镇等乡镇的供水。燃气业务方面，公司供气区域覆盖江油市的 6 个乡镇、3 个长钢分厂生活区、双马集团生活区、江电生活区等。

除公司外，江油市其他投资建设主体还包括江油城市投资发展有限公司（以下简称“江油城投”）和江油市创元开发建设投资有限公司（以下简称“创元开发”），其中江油城投主要从事除工业园区外的基础设施建设，创元开发主要负责工业园区内的基础设施建设，公司目前承接的基础设施项目主要为自营项目附近的道路工程和之前年度承接的棚改项目。公司与其他投资建设主体业务范围无重合。

表 3 江油市主要投资经营主体情况（单位：亿元）

公司名称	主管部门（或控股股东）	注册资本	总资产	所有者权益	全部债务
公司	江油国资办	5.00	240.44	89.85	119.48
江油城投	江油国资办	1.01	129.08	60.37	33.66
创元开发	江油国资办	0.31	117.62	66.68	29.09

注：财务数据为 2020 年（末）数据；注册资本数据为截至 2021 年 11 月末数据
资料来源：联合资信根据 Wind 和公司财务数据整理

3. 人员素质

公司主要管理人员具有政府任职经历和丰富的管理经验，公司员工年龄结构相对合理。

截至 2021 年 3 月末，公司共有董事 6 人、监事 5 人和高级管理人员 5 人。

金泓先生，中共党员，本科学历；历任江油市中坝财政所办事员，江油市财政局科长，江油国资经投董事长、总经理，江油市财政局副局长，江油市大康镇党委副书记、副镇长（主持政府工作），江油市大康镇党委副书记、

镇长，江油市西屏乡党委书记，江油市西屏乡党委书记、人大主席；自 2014 年 8 月起任公司董事长。

刘虎先生，中共党员，大学学历；历任江油市审计局行政事业科副科长、办公室主任，江油市大康镇副镇长、副书记，江油市双河镇副书记、镇长，江油市文化旅游发展有限公司（以下简称“江油文旅”）董事长；自 2017 年 5 月起任公司副董事长、总经理。

截至 2021 年 3 月末，公司员工共 1011 人。其中，公司专科及以下学历的员工占 83.09%，本科学历员工占 16.32%，研究生及以上学历的员工占 0.59%。从年龄结构看，30 岁以下的员工占 10.19%，30~50 岁的员工占 69.73%，50 岁以上的员工占 20.08%。

4. 外部支持

公司在资金注入、资产划转和政府补贴方面持续获得有力的外部支持。

(1) 资金注入

2018 年，公司收到江油市政府拨付的四川西成客专投资有限责任公司（以下简称“西成客专”）投资款⁴和资本金合计 0.43 亿元，计入资本公积。2019 年，公司收到财政划拨资金 0.17 亿元，计入资本公积。2020 年，江油国资办对公司注资 3.83 亿元，计入实收资本。

(2) 资产划转

根据《江油市国有资产监督管理委员会关于江油市第二人民医院经营管理有关事项的批复》（江国资办〔2018〕71 号），江油国资办明确江油市第二人民医院（以下简称“江油二院”）实物资产财产权及特许经营权 90.00%归公司所有，10.00%归江油市卫生和计划生育局所有。2019 年，公司将江油二院纳入合并范围，增加资本公积 129.16 万元。同期，公司收到政府无偿划拨车辆资产 45.80 万元，计入资本公积。

2020 年，公司收到江油国资办划入污水管网和车辆资产，增加公司资本公积 7.72 亿元。

(3) 政府补贴

在财政补贴方面，2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司分别获得政府补贴 3.83 亿元、3.55 亿元、4.21 亿元和 1.11 亿元，主要为基础设施建设补贴、工程项目贴息和补贴、燃气工程建设补贴、公交运营补贴及财政贴息等，计入其他收益和营业外收入。

5. 企业信用记录

根据《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：5103050000366170），截至 2021 年 11 月 9 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清的贷款存在 5 笔不良类贷款和 11 笔关注类贷款。不良类和关注类贷款主要系“汶川 512 大地震”江油地区受地震影响较大，公司相关资产受损，银行依据上级行相关政策将上述贷款调入次级和关注类贷款管理所致，震后银行已重新将上述贷款调整至正常类管理。上述贷款已于 2011 年 9 月 1 日前全部正常还款。

截至 2021 年 12 月 6 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为健全。

公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。公司不设股东会，由江油国资办行使股东职权。

公司设董事会，董事会由 6 名董事组成，均由股东委派。公司董事会设董事长 1 名，由股东任命。

公司设监事会，监事会成员为 5 人，其中非职工代表 3 人，由股东委派。职工代表 2 人，由公司职工大会民主选举产生。监事每届任期 3 年。监事会设监事会主席 1 人，由股东任命。

公司设总经理 1 人，由董事会提议，股东聘任或解聘。总经理对董事会负责，负责公司的日常经营管理工作，组织实施公司董事会决议等职权。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为完善。

公司根据自身业务特点制定了相适应的管理制度。

⁴ 西成客专为公司参股公司，系江油市政府、广元政府和成都铁路局共同组建的，专门负责广元到西安的高铁修建及后期运营

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，通过制定组织结构、会计核算原则、货币资金及结算资金管理、存货管理、固定资产管理、在建工程管理、成本费用管理、筹资及对外投资管理、内部审计监督、票据的使用管理、收入、利润及其分配、财务会计报告与财务评价等方面的内容，对财务进行规范管理。

内部审计方面，公司制定了《内部审计管理制度》，以规范和加强公司的内部审计工作，促使各职能部门和分子公司加强内部管理。该制度主要包括内部审计机构职责、内部审计机构的权限、审计对象和审计范围、审计准备、审计实施、审计终结、审计意见和决定、审计档案、奖惩等。

对外担保方面，公司设置了相对严谨的决策机制，公司所有对外担保事项需经公司党委会通过，并报送江油国资办批准。

子公司管理方面，针对子公司所涉及的物资采购、资金借贷、对外担保、资金需求均报送公司审批同意，子公司经营层均由公司任命，财务负责人由公司计划财务部委派。

七、经营分析

1. 经营概况

受益于基础设施建设收入增长、商贸业务规模扩大和医院服务业务纳入合并范围，公司营业收入持续增长。受毛利率较低的商贸业务规模扩

大影响，综合毛利率持续下降。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 37.23%。从收入板块看，2018—2020 年，公司基础设施建设收入持续增长，主要系业主方确认的基础设施工程量增长所致。2018—2019 年，公司公用事业收入平稳增长；受新冠肺炎疫情影响，公司 2020 年燃气供气量、公交运输量下降和非居民用水水价下调，使得当年公用事业板块收入有所下降。随着商贸业务规模扩大，2018—2020 年，公司商贸业务收入持续增长。同期，公司文化旅游收入规模较小，对公司营业收入贡献不大。2019 年随着江油二院的划入，公司新增医院服务收入，计入其他业务板块，对公司营业收入形成补充。

毛利率方面，2018—2020 年，受毛利率较低的商贸业务规模扩大影响，公司综合毛利率持续下降。2018—2020 年，基础设施建设板块毛利率波动下降，主要系投资成本加成比例变动所致。同期，公用事业板块毛利率持续下降，主要系水务毛利率持续下降、公交营运业务毛利率波动下降和安装工程毛利率波动下降综合导致。其他业务毛利率波动下降，系 2019 年并入医院服务业务所致。

2021 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期增长 37.35%，主要系商贸业务规模扩大所致；公司综合毛利率为 9.34%。

表 4 公司营业收入及毛利率情况

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
基础设施建设	1.28	16.71	13.79	2.90	22.96	11.03	2.93	20.35	11.66	0.00	0.00	0.00
公用事业	3.71	48.48	18.89	3.85	30.44	16.15	3.47	24.08	15.46	1.03	40.23	10.28
商贸业务	2.22	29.02	3.96	2.41	19.03	3.36	4.23	29.34	2.90	0.54	21.05	9.39
文化旅游	0.06	0.80	-73.72	0.08	0.62	11.06	0.08	0.57	6.96	0.02	0.61	45.29
其他业务	0.38	4.99	25.05	3.41	26.94	16.73	3.70	25.66	19.33	0.97	38.11	6.17
合计	7.66	100.00	13.27	12.65	100.00	12.66	14.42	100.00	11.95	2.56	100.00	9.34

注：部分单项数相加之和与合计数存在尾数差异，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供整理

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司在建和拟建基础设施项目规模较大，存在较大的资金支出压力，代建项目收入确认进度相对滞后，回款受业主方资金安排影响较大。

公司作为江油市重要的基础设施投资建设主体之一，承担了江油市内主要道路等市政基础设施、棚户区改造及土地整理的建设工作。该业务由公司本部、子公司江油凯盛投资建设有限公司、江油鸿飞农业发展投资有限公司和江油城建负责。

业务模式方面，公司与业主方就基础设施建设项目签订委托建设协议或政府购买服务协议。代建模式下，公司就具体项目与委托方（江油市政府、江油市土地统征储备中心等）签订项目投资建设委托协议书，其中约定公司作为承建单位负责项目融资及建设管理，项目建成后移交给委托方。委托方每年按照经协议双方及监理等各方确认的工程投资成本加成一定比例（通常为 10.00%~15.00%）与公司进行结算，公司据此确认基础设施建设收入，同时结转成本。

政府购买服务模式，公司与江油市城乡规划和住房保障局就具体基建项目签订《政府购买服务协议》，项目建设完成后由江油市政府将服务费列入财政预算，后通过江油市财政局支付给公司。

截至 2020 年末，公司已建成西区安置房建设项目，已收到全部回款 2.07 亿元；江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）累计确认收入 11.61 亿元，累计回款 4.26 亿元；江彰大道北段道路建设工程累计确认收入 2.10 亿元，累计回款 0.83 亿元。整体看，公司基建业务回款效率较差。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建基础设施类项目计划总投资 79.80 亿元，已投资 48.72 亿元，尚需投资 31.08 亿元，存在较大的资金支出压力；在建项目累计确认收入 13.08 亿元，收入确认进度相对滞后。回款方面，截至 2021 年 3 月末，仅江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）和江彰大道北段道路建设工程收到部分回款，累计金额为 5.09 亿元，回款进度受委托方资金安排影响较大。

表 5 截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施类项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计建设周期	业务模式	计划总投资	已投资金额	尚需投资金额	累计确认收入	累计回款金额
江油市危旧房棚户区改造建设项目（一期）	2014—2021 年	委托代建	14.06	10.86	3.20	11.61	4.26
江油市危旧房棚户区改造建设项目（二期）	2018—2022 年	委托代建	11.22	2.29	8.93	--	--
江彰大道北段道路建设工程	2017—2021 年	政府购买服务	7.50	7.07	0.42	2.10	0.83
双喻·会合片区棚户区改造项目	2018—2023 年	政府购买服务	13.87	9.92	3.95	--	--
让水河片区滨河西路道路基础设施建设项目	2020—2022 年	委托代建	7.18	0.71	6.47	--	--
岩嘴头供水站取水头上移及水厂配套设施管网建设项目工程	2020—2021 年	自建	2.61	1.33	1.28	--	--
江油市太平镇五星村、德胜村、新华村土地整理项目配套农民安置房建设项目	2018—2021 年	政府购买服务	3.08	2.98	0.10	--	--
江油河南工业园新居工程	2018—2021 年	委托代建	1.56	0.88	0.68	--	--
七大片区土地整理项目	2017—2021 年	政府购买服务	18.72	12.69	6.04	--	--
合计	--	--	79.80	48.73	31.07	13.71	5.09

注：江彰大道北段道路建设工程已于 2021 年 2 月建成通车
资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目包括江油市西环线绵江路至平通河段

及南一环绵江路至西环线新建工程、江油中心城区棚户区改造项目和江油市三合镇双江路

片区安置房建设项目，预计总投资 32.65 亿元。

(2) 公用事业

公司作为江油市内最重要的公用事业运营主体，主要从事燃气供应业务、公共交通运输业务、水务业务、管网安装维修业务，具有较强的业务区域专营优势。

燃气供应业务

受燃气用户数增加和疫情期间非居民用燃气价格波动下降及非居民用气量下降综合影响，公司年供气量波动下降，燃气供应业务收入波动增长。

公司燃气供应和液化气销售业务主要由公司本部的燃气分公司负责。供气范围方面，公司供气区域覆盖江油市 6 个乡镇和长钢二、三、四分厂生活区、双马集团生活区、江电生活区等，具有较强的业务区域专营优势。截至 2020 年末，公司具有配气站 3 座，供气业务用户总数达到 17.99 万户，供气管道达到 510 公里，城区气化率 94.80%。

表 6 公司燃气业务主要指标

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
配气站数量（座）	3	3	3
供气管道长度（公里）	493	505	510
用户总数（万户）	16.98	17.38	17.99
年供气量（万立方米）	7645.15	8273.00	7506.00
江油市城区气化率	94.50%	94.60%	94.80%
居民用燃气价格（元/立方米）	2.14	2.14	2.14
非居民用燃气价格（元/立方米）	3.10	3.23	2.81

资料来源：公司提供

气源方面，公司天然气的气源供应商主要为中国石油天然气股份有限公司西南油气田分公司（以下简称“中石油西南分公司”），公司按年度与中石油西南分公司签订供气合同。2020 年，协议约定居民用气采购价为 1.53 元/立方米，非居民用气采购价为 1.53~2.80 元/立方米（阶梯价格），采购价上限较上年上调 0.58 元/立方

米。

2018—2020 年，公司分别实现燃气供应业务收入 1.73 亿元、2.05 亿元和 1.74 亿元；毛利率分别为 10.76%、12.85%和 12.31%。其中，2019 年，随着供气用户数增加，公司年供气量较上年有所增长，带动燃气供应业务收入有所增长；2020 年，受新冠肺炎疫情⁵影响，公司非居民用燃气价格下调且餐饮、酒店、工业等非居民用气量下降，使得当年燃气供应业务收入有所下降。江油市政府每年根据上一年度的燃气具体使用情况对下一年度的燃气补贴金额进行初步测算，在当年度内不定期不定额向公司拨付燃气补贴，2018—2020 年，公司分别收到燃气补贴 1.64 亿元、1.87 亿元和 1.75 亿元，计入其他收益。

公交运输业务

受私家车普及和新冠肺炎疫情等因素综合影响，公司公交客运量持续下降，导致城市公共交通业务收入持续下降，呈现持续亏损状态。

公司是江油市内唯一的公交运营公司，负责江油市内所有线路和部分乡镇线路的运营。截至 2020 年末，公司拥有运营车辆 170 辆，运输线路 13 条。票价方面，江油市内公交票价实行普通公交车 1.00 元/人次，高级公交车 2.00 元/人次。

表 7 公司公交运输业务情况

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
运营车辆（辆）	128	175	170
运营线路（条）	12	12	13
运营网线长度（公里）	338	338	368
行驶里程（万公里）	767	650	557
客运量（万人次）	1908	1717	837

资料来源：公司提供

2018—2020 年，受私家车普及和新冠肺炎疫情综合影响，公司公交客运量持续下降，导致相关营运收入持续下降。基于城市公交业务具

⁵ 根据江油市发展和改革委员会《关于贯彻落实〈关于阶段性下调水电价格切实降低企业用能成本的方案〉的通知》（江发改〔2020〕95 号文件）精神，公司全面落实四川省、绵阳市、江油市关于疫情防控、稳定经济增长的决策部署，非居民用气价格为

2.52 元/立方米，下浮 10%，车用压缩天然气价格 2.9 元/立方米，减少 0.2 元/立方米，执行时间自 2020 年 2 月 22 日至 2020 年 6 月 30 日止。

备一定的公益特性，公司公交业务维持亏损状态，2018—2020 年，公司分别收到公交补贴 0.51 亿元、0.37 亿元和 0.41 亿元，计入其他收益。

水务业务

受售水量增长和非居民用水价格下调综合影响，公司水务业务收入波动增长；运营成本增长导致公司水务业务毛利率持续下降。

公司水务业务以平通河和涪江作为水源，供应范围涉及江油市各乡镇。截至 2020 年末，公司已投入使用的水厂共 3 个，分别为二水厂、城南水厂和马角水厂，设计供水能力合计 15.00 万立方米/日，供水管网总长度达 855.15 公里，供水用户 16.90 万户，供水普及率 97.00%。供水价格方面，公司供水价格执行政府定价。2020 年，受新冠肺炎疫情⁶影响，非居民用水价格由 3.73 元/立方米下降至 3.38 元/立方米。

表 8 公司水务业务主要指标

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
水厂数量（个）	3	3	3
年供水量（万立方米）	2599.53	2673.34	2907.24
供水能力（万立方米/日）	15.00	15.00	15.00
居民用水价格（元/立方米）	2.79	2.79	2.79
非居民用水价格（元/立方米）	3.73	3.73	3.38
年售水量（万立方米）	1928.71	2087.52	2169.26
供水用户（万户）	15.50	16.21	16.90
其中：城区用户（万户）	11.26	14.35	14.90
供水普及率（%）	96.00	97.00	97.00
管网长度（公里）	804.00	811.00	855.15

资料来源：公司提供

2018—2020 年，公司水务业务收入波动增长，分别为 0.40 亿元、0.45 亿元和 0.42 亿元，主要系售水量增长和非居民用水价格下调综合所致。同期，受管网长度持续增长影响，水务业务运营成本持续增长，导致毛利率持续下降（分别为 14.81%、13.80% 和 8.59%）。2018—2020 年，

公司分别收到供水补贴 1.02 亿元、0.83 亿元和 0.83 亿元，计入其他收益。

在建项目方面，截至 2020 年末，公司水务业务在建项目为第二生活污水处理厂，计划总投资额 2.46 亿元，已投资 1.24 亿元，尚需投资 1.22 亿元。

管网安装维修业务

公司管网安装维修业务收入波动下降，未来随着江油市供水管道和燃气配套设施等工程逐步完善，该板块业务收入规模或有所下降。

公司管网安装维修业务主要由公司下属的工程安装维修分公司负责，主要负责供水和燃气业务相关配套工程的安装、维修维护、管道铺设等工作。截至 2020 年末，公司已取得《市政公用工程施工总承包叁级》《管道工程专业承包叁级》《中华人民共和国特种设备安装改造维修许可证》等资质。客户以房地产公司为主，商业用户、工业用户的改造涉及部分零星户。

表 9 公司管网安装维修业务基本情况

（单位：千米、户）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当年天然气管道安装长度	16.00	12.00	8.00
当年天然气安装户数	6094	3776	6699
当年自来水管道的安装长度	25.00	7.15	44.15
当年自来水安装户数	9773	9097	6305

资料来源：公司提供

2018—2020 年，受江油市房产销售情况和楼盘完工结算周期综合影响，公司当年天然气安装户数波动上升，当年自来水安装户数持续下降，综合导致安装工程业务收入波动下降，分别为 1.10 亿元、0.88 亿元和 0.94 亿元；毛利率分别为 48.26%、38.32% 和 43.39%。未来，随着江油市供水管道和燃气配套设施等工程逐步完善，该板块业务收入规模或有所下降。

（3）商贸业务

公司商贸业务规模扩大，收入持续增长，但毛利率较低，整体盈利能力弱。

⁶ 根据江油市发展和改革委员会《关于贯彻落实〈关于阶段性下调水电气价格切实降低企业用能成本的方案〉的通知》（江发改〔2020〕95 号文件）精神，公司全面落实四川省、绵阳市、江油市关于疫情防

控，稳定经济增长的决策部署，非居民用水价格（含污水处理费）按照 3.38 元/吨，下降 10%，特种行业用水价格（含污水处理费）3.75 元/吨，下降 1.6 元/吨，执行时间自 2020 年 2 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日止。

公司商贸业务由子公司江油市妥鸿商贸有限公司（以下简称“妥鸿商贸”）负责，主要销售水泥、煤炭、钢材和电解铜等货物。公司采用“采购—销售”的业务模式，询价采购沙、石、钢筋、水泥等原材料后对外销售。2018—2020年，公司商贸业务规模扩大，收入持续增长；毛利率处于较低水平，盈利能力弱。

表 10 2020 年公司商贸业务前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	企业性质	主要销售产品	销售金额(不含税)
四川南川物贸有限公司	民营企业	水泥、煤、钢材	15204.18
中铜矿业资源有限公司	民营企业	电解铜	9047.83
中铜矿业(天津)有限公司	民营企业	电解铜	6405.75
中铜矿业(广东)有限公司	民营企业	电解铜	5048.59
广西泽威新材料科技有限公司	民营企业	电解铜	2741.38
合计	--	--	38447.73

资料来源：公司提供

公司下游客户主要为民营企业，其中，公司与四川南川物贸有限公司（以下简称“南川物贸”）采取“先货后款”的结算方式，账期一般在 2~3 个月；与其他下游客户结算方式为“先款后货”，一般在同月结算。2020 年，公司商贸业务前五名客户合计销售额（不含税）为 3.84 亿元，占公司商贸业务全年销售额的 90.89%，客户集中度高。

(4) 文化旅游

公司旅游项目未来旅游接客量受周边交通及旅游市场景气度影响较大，项目收入及资金回流存在一定的不确定性。

公司文化旅游业务主要由子公司江油市鸿飞旅游发展有限公司和江油文旅负责运营。2018—2020 年，公司文化旅游业务收入持续增长，主要系旅游咨询服务、旅游管理服务等收入增长所致。受景区维修整理成本变动影响，旅游业务毛利率波动增长。

投资合作项目方面，公司自主参与投资四川省重大招商引资文化旅游项目，与华强方特文化科技集团股份有限公司（以下简称“华强方

特”）合作开发方特主题乐园（包括绵阳华夏历史文明传承主题园和绵阳华夏历史文化科技产业园）项目，项目位于江油市河西片区太平镇，由公司与华强方特共同投资建设，由公司控股子公司绵阳华飞文化科技有限公司（以下简称“华飞科技”）作为投资主体。项目资金来源主要依靠公司自筹，总投资金额为 28.76 亿元。

方特主题乐园已于 2020 年 7 月开园，由华飞科技和华强方特共同投资成立的华强方特（绵阳）旅游发展有限公司负责运营（公司持股比例为 26.00%，收入计入“投资收益”），游客以省内和邻省的游客为主。自项目开园至 2021 年春节假期结束，方特主题乐园累计入园人数为 101.31 万人次，实现门票和二次消费收入共计 1.88 亿元。未来，项目将通过旅游门票收入和附带旅游产业收入实现盈利，但旅游接客量受周边交通及旅游市场景气度等因素影响较大，项目收益及资金回流存在一定的不确定性。

(5) 其他业务

医院服务业务收入对公司营业收入形成补充。

公司其他业务主要包括租赁、驾考、劳务服务和医院服务等业务，以医院服务业务为主。

2019 年，公司新增医院服务板块，主要由子公司江油鸿飞健康管理有限公司（以下简称“健康管理公司”）负责运营，经营主体为江油市第二人民医院。2019—2020 年，公司分别实现医院服务业务收入 3.00 亿元和 3.26 亿元，对公司营业收入形成补充。

3. 未来发展

未来，公司将围绕江油市“产业强市”总体思路，跟随江油市产业发展方向，推进江油市承接产业转移，按照市委市政府要求推动江油基础设施重建项目；依托江油“李白故里、特钢新城”的发展战略，推动公司品牌重点建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报表，中审

华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面,2018 年,公司新设立 3 家子公司;2019 年,公司新设立 3 家子公司;2020 年,江油国资办将 1 家子公司无偿划入公司。2021 年 1—3 月,公司合并范围较上年末无变化。截至 2021 年 3 月末,公司合并范围内子公司 20 家。因新增子公司规模不大,公司财务数

据可比性较强。

2. 资产质量

2018—2020 年末,公司资产规模持续增长,资产中项目投入和应收类款项规模较大,对公司资金形成较大占用,公司资产受限比例高,整体资产质量一般。

2018—2020 年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长 15.54%。公司资产结构以流动资产为主。

表 11 公司资产主要构成情况

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	116.68	64.78	131.33	61.05	154.99	64.46	151.53	63.42
货币资金	2.94	1.63	5.50	2.56	4.95	2.06	1.71	0.72
其他应收款	6.98	3.88	12.88	5.99	20.77	8.64	18.37	7.69
存货	99.06	55.00	103.87	48.28	115.23	47.92	116.08	48.58
非流动资产	63.44	35.22	83.81	38.95	85.45	35.54	87.39	36.58
投资性房地产	3.38	1.87	11.67	5.42	11.51	4.79	11.51	4.82
固定资产	25.64	14.24	26.95	12.53	45.27	18.83	44.94	18.81
在建工程	19.23	10.68	25.74	11.97	8.49	3.53	9.17	3.84
无形资产	10.36	5.75	10.20	4.74	10.32	4.29	10.33	4.32
资产总额	180.12	100.00	215.14	100.00	240.44	100.00	238.93	100.00

资料来源:联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020 年末,流动资产持续增长,年均复合增长 15.25%。

2018—2020 年末,公司货币资金波动增长,年均复合增长 29.70%,主要系公司融资规模增长和偿还到期债务综合所致。截至 2020 年末,公司货币资金以银行存款(占 77.82%)为主,其中受限货币资金 1.10 亿元,为借款质押金,受限比例为 22.23%。

2018—2020 年末,公司其他应收款持续增长,年均复合增长 72.49%,主要系与政府单位和国有企业的往来款增加所致。截至 2020 年末,公司其他应收款前五名合计 13.91 亿元(占 63.38%),对公司资产形成一定的占用,欠款方主要为政府部门或国企。公司累计计提其他应收款坏账准备 1.18 亿元,计提比例为 5.39%。

表 12 截至 2020 年末公司其他应收款前五名情况

单位名称	余额 (亿元)	账龄	占比 (%)	款项性质
江油市财政局	5.29	1 年以内	24.11	往来款
江油市工业园区管委会	2.71	5 年以内	12.33	往来款
江油市九绵高速(江油段)建设协调指挥部	2.40	4 年以内	10.93	往来款
江油城投建设工程有限公司	1.97	2 年以内	8.96	往来款
江油银通融资担保有限公司	1.55	1 年以内	7.05	往来款
合计	13.91	--	63.38	--

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末,公司存货持续增长,年均复合增长 7.85%,主要系待开发土地增加所致。截至 2020 年末,公司存货主要由代建项目开发成本和待开发土地构成。公司土地使用权共 124 宗,主要为商业用地和商服用地,出让地

账面价值 91.36 亿元，划拨地账面价值 2.28 亿元，出让地尚未明确开发计划。公司未对存货计提跌价准备。

2018—2020 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 16.06%。

2018—2020 年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 84.64%，主要系 2019 年公司购入都汇水街的商铺及地下停车场所致。截至 2020 年末，公司投资性房地房地产全部为房屋建筑物。

2018—2020 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 32.87%，主要系在建工程竣工转入和公司收到划入的污水管网资产所致。截至 2020 年末，公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 7.22 亿元，固定资产成新率为 86.24%。

2018—2020 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 33.56%。2019 年，公司在建项目持续投入使得 2019 年末在建工程有所增长。2020 年，方特主题乐园竣工转入固定资产导致 2020 年末在建工程大幅下降。截至 2020 年末，在建工程主要包括第二生活污水处理厂等项目。

2018—2020 年末，公司无形资产变动不大，年均复合下降 0.20%。截至 2020 年末，公司无形资产主要由土地使用权和专利权构成。

表 13 截至 2021 年 3 月末公司资产受限情况
(单位: 亿元)

项目	受限金额	受限原因
货币资金	0.36	质押
存货 (待开发土地)	69.83	抵押
可供出售金融资产	4.16	质押
投资性房地产 和固定资产	28.52	抵押
无形资产	8.91	抵押
合计	111.78	--

资料来源：联合资信根据公司提供整理

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 111.78 亿元，受限比例为 46.78%，主要为存货中土地资产和投资性房地产及固定资产中房产抵押受限。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额较上年末下降 0.63%。公司资产构成较上年末变动较小。

3. 资本结构

受益于股东注资和资产注入，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性较强。

2018—2020 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 5.76%，主要系实收资本增长、资本公积波动增长综合所致。截至 2020 年末，公司所有者权益 89.85 亿元，主要由实收资本（占 5.56%）、资本公积（占 77.94%）和未分配利润（占 14.72%）构成，所有者权益稳定性较强。

2018—2019 年末，公司实收资本无变化。截至 2020 年末，股东注资使得公司实收资本由 1.17 亿元增至 5.00 亿元。

2018—2020 年末，公司资本公积波动增长，年均复合增长 3.01%，主要系 2019 年公司补缴以前年度政府划拨土地的土地出让金并冲减资本公积和 2020 年收到江油市政府划拨污水管网和车辆资产综合所致。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 90.01 亿元，较上年末变动不大。

2018—2020 年末，公司债务规模持续增长，短期债务快速增长。公司整体债务负担适中，但短期偿债压力大。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 22.48%。公司负债结构以非流动负债为主。

表 14 公司负债主要构成情况

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	22.03	22.08	41.80	30.34	56.09	37.25	57.26	38.45
短期借款	10.00	10.02	14.20	10.31	15.40	10.23	19.22	12.91
其他应付款	4.66	4.67	12.26	8.90	11.04	7.33	9.76	6.56

一年内到期的非流动负债	3.43	3.44	9.18	6.66	22.39	14.87	20.15	13.53
非流动负债	77.76	77.92	95.97	69.66	94.50	62.75	91.66	61.55
长期借款	26.28	26.33	35.75	25.95	34.01	22.58	31.72	21.30
应付债券	18.44	18.48	21.67	15.73	21.56	14.32	21.42	14.39
长期应付款	29.20	29.26	32.67	23.71	28.96	19.23	28.54	19.17
负债总额	99.79	100.00	137.77	100.00	150.58	100.00	148.92	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 59.55%。

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 24.11%。截至 2020 年末，公司短期借款主要由抵押借款（占 70.42%）和委托借款（占 20.78%）构成。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 53.89%，主要系往来款有所波动所致。截至 2020 年末，公司其他应付款主要为往来款。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 155.52%。截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 11.06%）、一年内到期的应付债券（占 43.60%）和一年内到期的长期应付款（占 45.35%）构成。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 10.24%。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 13.77%。截至 2020 年末，公司长期借款主要由抵押借款、信用借款和质押借款构成。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 8.15%。2020 年，公司新发行“20 江油 01”“20 江油 02”，合计发行规模为 10.50 亿元。

表 15 截至 2021 年 7 月末公司应付债券情况

债项简称	债券余额 (亿元)	特殊条款	下一行权日	到期日
21 江油 02	7.00	--	--	2024/07/07
21 江油鸿飞 MTN001	2.00	--	--	2024/05/11
20 江油 02	8.00	交叉保护	--	2023/09/28
20 江油 01	2.50	--	--	2023/09/17

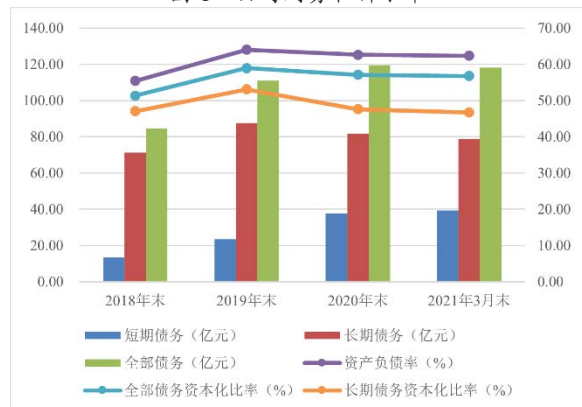
19 江油 02	6.00	回售	2022/08/23	2024/08/23
19 江油 01	4.00	回售	2022/03/15	2024/03/15
15 江油债	4.40	债券提前偿还	2021/09/02	2022/09/02
合计	33.90	--	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2018—2020 年末，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 0.42%。截至 2020 年末，公司长期应付款主要由融资租赁款构成，公司应付融资租赁款为有息债务，已纳入长期债务核算。

2018—2020 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 18.68%，其中短期债务（年均复合增长 67.77%）占比快速上升。截至 2020 年末，公司全部债务 119.48 亿元，其中短期债务 37.80 亿元（占 31.63%），长期债务 81.69 亿元（占 68.37%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.63%、57.08% 和 47.62%。

图 1 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债较上年末下降 1.10%，负债构成仍以非流动负债为主。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 118.22 亿元，较上年末下降 1.05%，主要系长期债务下降所致。其中，短期债务占 33.31%，长期债务占

66.69%，公司债务结构不合理。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.33%、56.78%和 46.70%，较上年末分别下降 0.30 个百分点、0.30 个百分点和 0.92 个百分点。从债务到期期限来看，截至 2021 年 3 月末，公司于 2021 年 4—12 月、2022 年、2023 年到期的债务分别为 39.33 亿元、24.80 亿元和 21.75 亿元。公司整体债务负担适中，但短期偿债压力大。

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长，期间费用对利润侵蚀大，政府补贴对公司利润总额贡献大，公司整体盈利能力一般。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 37.23%；营业成本同趋势变动，年均复合增长 38.27%，增幅略高于营业收入。同期，公司营业利润率波动下降。

表 16 公司盈利能力情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入 (亿元)	7.66	12.65	14.42	2.56
营业成本 (亿元)	6.64	11.05	12.70	2.32
期间费用 (亿元)	3.48	3.91	4.63	1.57
其中：管理费用 (亿元)	1.82	2.08	2.88	0.56
财务费用 (亿元)	1.48	1.54	1.49	0.93
其他收益 (亿元)	3.50	3.55	4.21	1.11
投资收益 (亿元)	0.07	0.09	0.23	0.22
利润总额 (亿元)	1.13	0.98	0.95	0.16
营业利润率 (%)	11.40	11.72	10.59	8.81
总资本收益率 (%)	1.58	1.32	1.15	--
净资产收益率 (%)	1.34	1.24	1.02	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 15.32%，主要系管理费用持续增长所致。同期，期间费用占营业收入的比重分别为 45.48%、30.93%和 32.11%，期间费用对利润侵蚀大。

公司其他收益主要为政府补贴，2018—2020 年，公司收到政府补贴占利润总额的比重分别为 310.88%、361.67%和 443.29%。政府补贴对公司利润实现贡献大。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。公司整体盈利能力一般。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.56 亿元，较上年同期增长 37.35%，主要系商贸业务收入增长所致；利润总额 0.16 亿元。

5. 现金流

公司收入实现质量尚可，经营活动现金持续净流入；公司在建项目持续投入和土地购买使得投资活动现金流持续净流出；资金缺口依赖筹资活动。随着公司在建项目持续投入，公司存在较大的外部融资需求。

表 17 公司现金流情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金 流入小计 (亿元)	25.48	19.57	24.21	16.03
经营活动现金 流出小计 (亿元)	22.57	17.47	21.54	15.65
经营活动现金 流量净额 (亿元)	2.91	2.10	2.67	0.38
投资活动现金 流入小计 (亿元)	0.62	0.07	*	0.55
投资活动现金 流出小计 (亿元)	4.89	20.40	16.29	1.91
投资活动现金 流量净额 (亿元)	-4.27	-20.33	-16.29	-1.36
筹资活动现金 流入小计 (亿元)	22.06	52.05	52.95	13.90
筹资活动现金 流出小计 (亿元)	29.85	34.65	37.64	16.53
筹资活动现金 流量净额 (亿元)	-7.79	17.40	15.31	-2.63
现金收入比 (%)	104.92	78.91	80.53	101.89

注：“*”表示 2020 年公司投资活动现金流入小计 12.54 万元

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入波动下降，主要由主营业务回款和

往来款构成。同期，公司经营活动现金流出波动下降，主要系支付工程款和往来款波动综合所致。2018—2020 年，公司经营活动现金持续净流入。同期，公司现金收入比波动下降，但整体收入实现质量尚可。

从投资活动看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入规模较小，主要为赎回理财产品收到的现金。公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 82.55%，主要为公司在建项目投入和购买土地的支出等。2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入和流出规模均持续增长，主要系公司融资及偿还债务规模扩大所致。2019 年，公司筹资活动现金流转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金持续净流入，投资活动现金持续净流出，筹资活动现金流转为净流出。随着公司在建项目持续投入，公司存在较大的外部融资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力弱，长期偿债能力一般。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率持续下降，速动比率和现金短期债务比均波动下降。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较 2020 年末均有所下降。整体来看，公司短期偿债能力弱。

表 18 公司偿债指标情况

项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 3 月 (末)
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	529.58	314.18	276.33	264.62
速动比率 (%)	79.95	65.69	70.89	61.92
现金短期债务比 (倍)	0.22	0.24	0.13	0.04
长期偿债能力指标				
EBITDA (亿元)	4.25	4.02	4.42	--
EBITDA 利息倍 数 (倍)	1.27	1.30	1.46	--
全部债务 /EBITDA (倍)	19.92	27.59	27.05	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长；公司 EBITDA 利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA 波动增长。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额 15.61 亿元，以 2021 年 9 月末所有者权益 86.49 亿元计算，担保比率为 18.04%。其中被担保对象主要为政府单位或国有企业（详见附件 3），公司对民营企业南川物贸（公司商贸业务下游客户）提供流动资金借款担保，担保余额为 0.30 亿元，担保形式为保证+抵押担保，抵押物为公司持有的商业用房。整体看，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

截至 2021 年 12 月 7 日，公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 9 月末，公司合并口径共获银行授信额度 92.68 亿元，未使用额度 32.54 亿元，融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司对子公司的管控力度较强，公司资产和债务主要集中在母公司，母公司债务负担适中。

公司商贸业务由子公司妥鸿商贸运营，医院服务业务由子公司健康管理公司运营，公司对上述子公司保持较强的控制能力。公司其余主营业务主要由母公司运营。

截至 2020 年末，母公司资产总额 198.41 亿元（占合并口径的 82.52%），母公司货币资金为 4.44 亿元。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 66.61 亿元（占合并口径的 74.13%）。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

截至 2020 年末，母公司负债总额 131.80 亿元（占合并口径的 87.53%），资产负债率为 66.43%。母公司全部债务为 101.07 亿元，全部债务资本化比率为 60.28%，现金短期债务比为 0.14 倍，母公司债务负担适中。

2020 年，母公司实现营业收入 6.27 亿元（占合并口径的 43.47%），利润总额 1.51 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.24 亿元。

截至2021年3月末,母公司资产总额199.49亿元,所有者权益66.62亿元,资产负债率和全部债务资本化比率分别为66.61%和59.71%。2021年1—3月,母公司实现营业收入1.00亿元,利润总额0.01亿元,经营活动产生的现金流量净额0.89亿元。

九、本次债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务影响较小。公司经营活动产生的现金流入对本次债券的覆盖程度较高,本金分期偿付条款的设置有助于降低公司的集中偿付压力。

1. 本次债券对公司债务的影响

截至2021年3月末,公司全部债务为118.22亿元,本次债券拟发行规模不超过4.50亿元(按最大规模4.50亿元进行测算),对公司债务规模影响较小。

以2021年3月末财务数据为基础,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由62.33%、56.78%和46.70%上升至63.03%、57.69%和48.08%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金将部分用于偿还有息债务,本次债券的发行对公司实际债务水平的影响将小于上述模拟值。

2. 本次债券偿还能力分析

2018—2020年,公司EBITDA分别为4.25亿元、4.02亿元和4.42亿元,分别为本次债券的0.95倍、0.89倍和0.98倍。同期,公司经营活动产生的现金流入分别为25.48亿元、19.57亿元和24.21亿元,分别为本次债券的5.66倍、4.35倍和5.38倍。

本次债券设置了本金分期偿付条款,公司将在本次债券存续期的第3至第7个计息年度末,每年按照债券发行总额20.00%的比例偿还本金。按最高发行规模4.50亿元计算,公司需在第3年末至第7年末分期偿还本金0.90亿元。2018—2020年,公司EBITDA分别为分期偿还本金

的4.72倍、4.47倍和4.91倍,公司经营现金流入量分别为分期偿还本金的28.31倍、21.74倍和26.90倍,本金分期偿付条款的设置有助于降低公司的集中偿付压力。

3. 本次债券募投项目偿还能力

募投项目尚处在起步阶段,受项目建设进度、实际经营情况等因素的影响,项目收益实现的规模和时间具有一定不确定性。

根据募投项目可研性报告,募投项目计算期为7年,其中建设期2.5年,正式运营期4.5年,计算期第3年下半年开始实现收入。募投项目收入主要包括住宅销售收入、配套商业收入和地下机动车位收入。

(1) 住宅销售收入

项目预测安置房出售单价为4500.00元/平方米,安置房多余面积出售单价为6200.00元/平方米。预计计算期第3年下半年销售50.00%,第4年销售30.00%,第5年销售20.00%。预测项目运营期营业收入合计40743.10万元。

(2) 配套商业收入

项目预测计算期第3年下半年,该项目出租单价为55.00元/平方米,从第4年及以后增长率为5.00%。出租率方面,项目预计计算期第3年下半年出租率为70.00%,第4年出租率为80.00%,第5年出租率为90.00%,第6年出租率为95.00%。销售方面,预计第6年开始出售,第6年销售50.00%,第7年销售50.00%,出售单价为12000.00元/平方米。预测项目运营期营业收入合计2070.48万元。

(3) 地下机动车位销售收入

项目预测计算期第3年下半年,该项目出租单价为200.00元/平方米·月,从第4年及以后增长率为5.00%。出租率方面,项目预计计算期第3年下半年出租率为70.00%,第4年出租率为80.00%,第5年出租率为90.00%,第6年出租率为95.00%。销售方面,第6年开始出售,第6年销售50.00%,第7年销售50.00%,出售单价为115000.00元/个。预测项目运营期营业收入合计7833.41万元。

表 19 募投项目收入（含税）测算表

项目	2024 年下半年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	合计
住宅出售进度（%）	50.00	30.00	20.00	--	--	--
商业、车位出租负荷（%）	70.00	80.00	90.00	95.00	--	--
商业、车位出售进度（%）	--	--	--	50.00	50.00	--
标准面积住宅销售收入（万元）	18533.25	11119.95	7413.30	--	--	37066.50
出售面积（平方米）	41185.00	24711.00	16474.00	--	--	--
出售单价（元/平方米）	4500.00	4500.00	4500.00	--	--	--
超出面积住宅销售收入（万元）	1838.30	1102.98	735.32	--	--	3676.60
出售面积（平方米）	2965.00	1779.00	1186.00	--	--	--
出售单价（元/平方米）	6200	6200.00	6200.00	--	--	--
配套商业出租收入（万元）	34.65	83.16	98.23	54.44	--	270.48
出租面积（平方米）	1050.00	1200.00	1350.00	712.50	--	--
出租单价（元/平方米·月）	55.00	57.75	60.64	63.67	--	--
配套商业出售收入（万元）	--	--	--	900.00	900.00	1800.00
出售面积（平方米）	--	--	--	750.00	750.00	--
出售单价（元/平方米）	--	--	--	12000.00	12000.00	--
机动车位出租收入（万元）	107.52	129.02	152.41	84.46	--	473.41
出租面积（平方米）	448.00	512.00	576.00	304.00	--	--
出租单价（元/个）	200	210.00	220.50	231.53	--	--
机动车位出售收入（万元）	--	--	--	3680.00	3680.00	7360.00
出售个数（个）	--	--	--	320.00	320.00	--
出售单价（元/个）	--	--	--	115000.00	115000.00	--
合计（万元）	20513.72	12435.11	8399.26	4718.90	4580.00	50646.99

注：单项数相加与合计数存在尾数差异系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据募投项目可研性报告整理

以下测算基于下述假设：本次债券于 2021 年发行，发行利率为 6.00%，2022 年开始付息。本次债券设置本金提前偿还条款，从 2023 年开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。

表 20 募投项目累计净收益覆盖融资款本息情况表

序号	项目	建设期				运营期					合计
		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年	2024 年下半年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	
1	销售收入（不含税）（万元）	--	--	--	--	19536.88	11842.97	7999.30	4494.19	4361.90	48235.23
2	经营成本（万元）	--	--	--	--	445.30	339.18	261.35	190.37	187.69	1423.90
3	税金及附加（万元）	--	--	--	--	498.00	306.72	210.04	117.96	110.87	1243.60
4	净收益（万元）	--	--	--	--	18593.58	11197.07	7527.91	4185.86	4063.34	45567.76
5	累计净收益（万元）	--	--	--	--	18593.58	29790.65	37318.56	41504.42	45567.76	--
6	本息合计（万元）	--	1512.00	1512.00	756.00	5796.00	6249.60	5947.20	5644.80	5342.40	32760.00
6.1	偿还本金（万元）	--	--	--	--	5040.00	5040.00	5040.00	5040.00	5040.00	25200.00
6.2	偿还利息（万元）	--	1512.00	1512.00	756.00	756.00	1209.60	907.20	604.80	302.40	7560.00

7	累计还本付息（万元）	--	1512.00	3024.00	3780.00	9576.00	15825.60	21772.80	27417.60	32760.00	--
8	累计净收益覆盖本息倍数（倍）					1.94	1.88	1.71	1.51	1.39	--

注：单项数相加与合计数存在尾数差异系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据可研报告整理

总体看，在本次债券存续期内，募投项目累计净收益可以覆盖募投项目使用融资款的本息。但募投项目尚处在起步阶段，受项目建设进度、实际经营情况等因素的影响，项目收益实现的规模和时间具有一定不确定性。

十、担保方分析

三峡融担为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，三峡融担主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，显著提升了本次债券本息偿付的安全性。（详见《重庆三峡融资担保集团股份有限公司信用评级报告》）

十一、结论

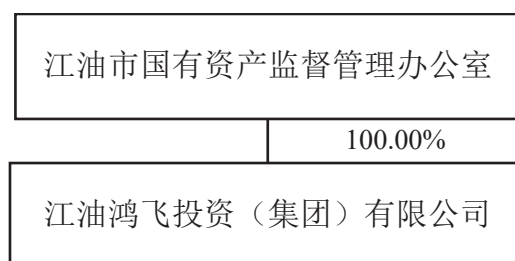
联合资信对公司的评级反映了公司作为江油市最重要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，在江油市内具有较强的业务区域专营优势，公司外部发展环境良好，能够持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司面临较大的资金支出压力、旅游项目收益及资金回流存在一定的不确定性、短期偿债压力大、募投项目收益存在不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续负责江油市公用事业运营和城市基础设施项目建设，公司业务有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

三峡融担为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本次债券本息偿付的安全性。

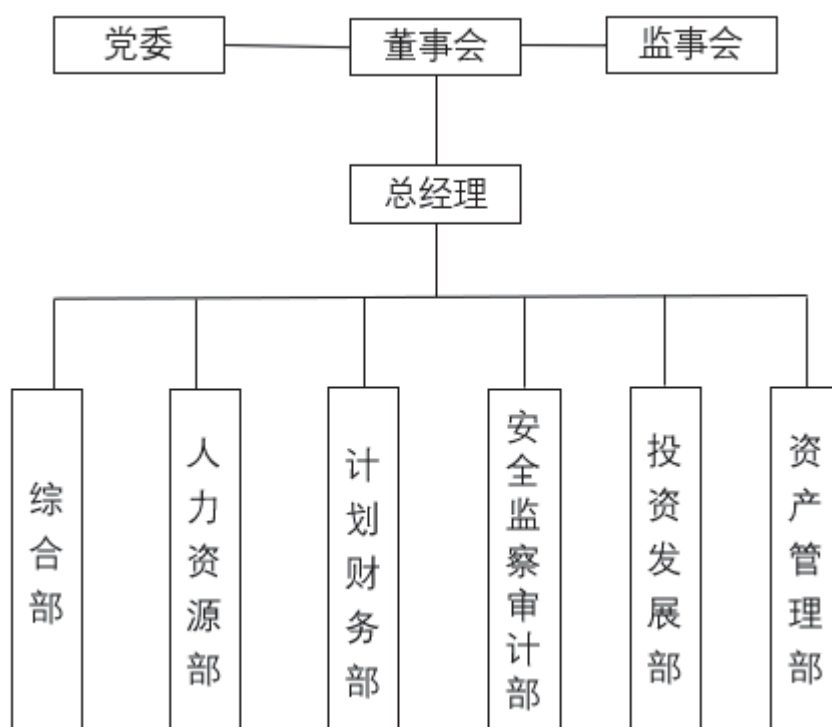
基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	主要经营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	江油凯盛投资建设有限公司	城市及工业园区基础设施投资, 败走厂房建设投资, 工业高新技术开发、投资, 土地开发利用	7773.00	100.00
2	江油鸿飞农业发展投资有限公司	农业高新技术的投资开发、推广应用和服务咨询; 农村基础设施建设和农村环境综合整治; 土地整理、改良等	4400.00	100.00
3	江油市仙鹤殡仪开发有限公司	预包装食品零食; 殡仪服务; 丧葬用品的制作、销售; 墓穴的租赁; 骨灰的安置服务及相关服务; 停车服务	3000.00	100.00
4	江油市妥鸿商贸有限公司	矿产品、建材及化工产品(不含危化品)、机械设备、无尽产品及电子产品销售。	3000.00	100.00
5	江油鸿飞检验检测有限公司	质检技术服务, 环境与生态监测。	2000.00	100.00
6	江油市鸿飞旅游发展有限公司	旅游咨询服务、旅游管理服务、旅游资源开发等	2000.00	100.00
7	江油鸿飞客户服务有限责任公司	代收水、气及公交费用, 信息系统运行维护费用。	1000.00	100.00
8	江油鸿飞健康管理有限公司	健康咨询服务、亿元管理服务、老年人养护服务、医药及医疗器材销售。	1000.00	100.00
9	江油鸿飞大数据服务有限公司	城市智慧化应用服务系统, 综合管理系统, 大数据应收系统。	1000.00	100.00
10	江油鸿飞房地产开发有限公司	房地产开发经营、房屋租赁服务、物业服务	1000.00	100.00
11	江油鸿飞机动车检测服务有限公司	机动车安全性能及环保性能综合监测、房屋租赁、二手汽车经纪服务、汽车租赁(不带操作人员)	1000.00	100.00
12	江油鸿飞城市生活污水净化有限公司	城市生活污水净化处理	500.00	100.00
13	江油市生活垃圾综合处理有限公司	城市生活垃圾的无害化综合处理及技术服务	300.00	100.00
14	江油鸿飞劳务服务有限公司	劳务派遣服务	200.00	100.00
15	江油鸿飞旅游出租车经营有限公司	出租汽车客运、汽车租赁(不带操作员)	100.00	100.00
16	江油市鸿飞二手车交易市场管理有限公司	二手车市场经营管理服务、二手车经纪服务、汽车租赁。	50.00	100.00
17	江油市鸿业市场管理有限公司	市场管理服务, 市场摊位租赁服务。	20.00	100.00
18	绵阳华飞文化科技有限公司	民俗文化传播、新材料技术推广服务、公园和游览景区管理等	149445.91	96.65
19	江油市文化旅游发展有限公司	旅游景区及资源开发, 旅游项目投资, 文化传播服务等	28800.00	72.57
20	江油市鸿欧环保科技有限公司	污水处理, 固体废物治理, 环保设备研发等	2000.00	51.00

注: 江油鸿飞房地产开发有限公司于 2021 年 5 月 20 日更名为江油鸿飞城市建设发展有限公司, 注册资本增至 7705.74 万元
资料来源: 联合资信根据公司提供整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.96	5.56	4.95	1.74
资产总额（亿元）	180.12	215.14	240.44	238.93
所有者权益（亿元）	80.33	77.37	89.85	90.01
短期债务（亿元）	13.43	23.47	37.80	39.38
长期债务（亿元）	71.30	87.52	81.69	78.85
全部债务（亿元）	84.73	110.98	119.48	118.22
营业收入（亿元）	7.66	12.65	14.42	2.56
利润总额（亿元）	1.13	0.98	0.95	0.16
EBITDA（亿元）	4.25	4.02	4.42	--
经营性净现金流（亿元）	2.91	2.10	2.67	0.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.25	2.57	1.92	--
存货周转次数（次）	0.07	0.11	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	104.92	78.91	80.53	101.89
营业利润率（%）	11.40	11.72	10.59	8.81
总资本收益率（%）	1.58	1.32	1.15	--
净资产收益率（%）	1.34	1.24	1.02	--
长期债务资本化比率（%）	47.02	53.08	47.62	46.70
全部债务资本化比率（%）	51.33	58.92	57.08	56.78
资产负债率（%）	55.40	64.04	62.63	62.33
流动比率（%）	529.58	314.18	276.33	264.62
速动比率（%）	79.95	65.69	70.89	61.92
经营现金流动负债比（%）	13.21	5.03	4.76	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.24	0.13	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.30	1.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.92	27.59	27.05	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 合并口径长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.71	5.20	4.44	1.26
资产总额（亿元）	150.18	178.09	198.41	199.49
所有者权益（亿元）	54.59	53.51	66.61	66.62
短期债务（亿元）	8.64	18.71	31.68	33.91
长期债务（亿元）	63.84	70.64	69.39	64.83
全部债务（亿元）	72.48	89.35	101.07	98.74
营业收入（亿元）	4.86	6.71	6.27	1.00
利润总额（亿元）	1.74	1.87	1.51	0.01
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	7.74	1.71	1.24	0.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.91	1.72	1.45	--
存货周转次数（次）	0.06	0.08	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	126.80	85.54	62.55	130.78
营业利润率（%）	16.35	13.98	12.14	12.33
总资本收益率（%）	2.31	2.12	1.59	--
净资产收益率（%）	3.09	3.44	2.25	--
长期债务资本化比率（%）	53.90	56.90	51.02	49.32
全部债务资本化比率（%）	57.04	62.55	60.28	59.71
资产负债率（%）	63.65	69.96	66.43	66.61
流动比率（%）	332.79	227.92	232.34	210.18
速动比率（%）	74.21	76.65	85.35	75.04
经营现金流动负债比（%）	28.69	3.47	2.14	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.28	0.14	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；相关指标用“/”列示；3. 母公司长期应付款中有息部分已纳入长期债务计算；4. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 截至 2021 年 9 月末公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保期限	类型	担保形式
江油城市投资发展有限公司	44000.00	2017/05/23—2025/05/23	信托	保证
	2283.32	2016/11/16—2021/11/16	融资租赁	保证
	851.10	2016/11/10—2021/11/09	融资租赁	保证
	575.04	2017/01/25—2025/01/25	融资租赁	保证
	4000.00	2021/03/26—2022/03/25	流动资金借款	保证
	8000.00	2021/03/04—2022/03/02	流动资金借款	保证
	4000.00	3032/05/31—2022/05/30	流动资金借款	保证
小计	63709.46	--	--	--
江油市中医院	1120.04	2018/09/04—2023/09/04	融资租赁	保证
江油市人民医院	6000.00	2021/04/14—2026/03/18	融资租赁	保证
四川南川物贸有限公司	3000.00	2021/03/16—2022/03/16	流动资金借款	保证+抵押
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	500.00	2021/05/10—2022/05/09	流动资金借款	保证
	455.00	2020/03/27—2023/03/26	流动资金借款	保证
	480.00	2021/08/04—2022/08/04	流动资金借款	保证
	1000.00	2021/04/20—2023/04/19	固定资产借款	保证
小计	2435.00	--	--	--
江油市天一自来水有限责任公司	43200.00	2019/10/31—2034/10/20	项目贷款	保证
	4000.00	2020/08/11—2025/08/11	融资租赁	保证
	800.00	2020/09/17—2023/09/16	流动资金借款	保证
小计	48000.00	--	--	--
江油星乙现代农业服务有限公司	30800.00	2020/10/29—2032/10/20	项目贷款	保证
江油星乙农业投资有限公司	1000.00	2021/07/14—2022/07/13	流动资金借款	保证
合计	156064.50	--	--	--

注：截至 2021 年 12 月 6 日，上述中已到期的借款均已正常还款，公司正常解保

资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年江油鸿飞投资（集团）有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江油鸿飞投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

江油鸿飞投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江油鸿飞投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江油鸿飞投资（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江油鸿飞投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江油鸿飞投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江油鸿飞投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江油鸿飞投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江油鸿飞投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江油鸿飞投资（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。