信用等级公告

联合〔2019〕1577号

联合资信评估有限公司通过对常德市金禹水利投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持常德市金禹水利投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

常德市金禹水利投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17金禹水投MTN001	10.00亿元	2022/08/07	AA	AA
17金禹水投MTN002	10.00亿元	2022/11/03	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019年6月20日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	90.81	90.57	16.16	12.64
资产总额(亿元)	244.32	311.70	269.23	265.53
所有者权益(亿元)	98.12	134.73	128.82	128.74
短期债务(亿元)	5.33	14.90	25.81	23.17
长期债务(亿元)	44.71	64.77	67.11	65.76
全部债务(亿元)	50.04	79.67	92.92	88.93
营业收入(亿元)	10.50	12.52	9.94	0.89
利润总额(亿元)	2.29	1.71	1.74	-0.08
EBITDA(亿元)	4.42	4.67	5.54	--
经营性净现金流(亿元)	1.08	0.59	-1.39	1.61
应收类款项/资产总额(%)	29.58	34.72	56.49	57.44
营业利润率(%)	21.99	13.55	17.85	-6.77
净资产收益率(%)	1.97	1.20	1.27	--
资产负债率(%)	59.84	56.78	52.15	51.52
全部债务资本化比率(%)	33.77	37.16	41.90	40.85
流动比率(%)	1515.10	1311.02	659.35	739.13
经营现金流动负债比(%)	8.29	3.36	-4.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.33	17.04	16.79	--

注：2019年1~3月财务数据未经审计

分析师：张龙景 张 铖

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

评级观点

常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“公司”）是常德市水利和基础设施建设及投融资主体。跟踪期内，常德市经济稳步发展，公司业务在常德市具有一定专营地位。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司自身盈利能力仍弱、对外担保规模大、关联方占款规模继续扩大和资产、权益规模有所下降等因素给公司带来的不利影响。作为常德市水利和基础设施建设及投融资主体，未来随着常德市基础设施建设的继续开展，公司将保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，常德市经济稳步发展，为公司提供了良好的发展环境。
2. 公司是常德市水利工程项目建设、基础设施建设及投融资主体，其在常德市内具有一定的专营地位。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项快速增长且规模大，其中关联方占款规模继续扩大，对公司资金占用大。
2. 跟踪期内，公司资产和权益规模有所下降，盈利能力仍弱，且政府回款依然很差，公司面临一定的短期偿债压力且存在一定集中偿付压力。
3. 跟踪期内，公司对外担保规模大且集中度高，仍存在一定或有负债风险。
4. 跟踪期内，受外部政策影响，公司项目整体投资建设进度有所放缓。

声　明

一、本报告引用的资料主要由常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

常德市金禹水利投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，均为常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和组织结构未发生变化。经营范围由“水利工程项目建设投资与管理及咨询；水资源开发与利用；水利设施经营与管理；城市防洪基础设施建设；土地开发与整理；经营金属材料、建筑材料”变更为“水利工程项目建设投资与管理及咨询（不含金融、证券、期货的咨询，不得从事股权投资、债权投资、短期财务性投资及面对特定对象开展受托资产管理等金融业务，不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；水资源管理服务；水污染治理；天然水收集与分配服务；城市防洪基础设施建设；水利工程施工服务；市政道路工程建筑；房地产开发与经营；土地开发与整理；国家法律法规及政策允许范围内的金属材料、建筑材料（不含砂砾）的销售；新能源技术推广服务。”截至2019年3月底，公司无并表子公司，员工总数40人。

截至2018年底，公司资产总额269.23亿元，所有者权益128.82亿元；2018年，公司实现营业收入9.94亿元，利润总额1.74亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额265.53亿元，所有者权益128.74亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入0.89亿元，利润总额-0.08亿元。

跟踪期内，公司法定代表人由刘润年变更为朱军。公司注册地址：湖南省常德市武陵区穿紫河街道办事处晓岛社区柳叶大道2533号。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”尚需偿还债券余额合计20.00亿元。“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”募集资金分别按规定用途偿还金融机构借款7.20亿元和6.95亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续期债券利息，公司既往付息情况良好。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17金禹水投MTN001	10.00	10.00	2017/08/07	5
17金禹水投MTN002	10.00	10.00	2017/11/03	5
合计	**20.00**	**20.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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〕	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债

	23 号	务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

4. 区域经济

目前公司经营与投资的项目均在常德市。公司的经营范围及投资方向直接受地区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

跟踪期内，常德市经济稳步发展，固定资产投资保持增长趋势，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2018 年常德市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018 年常德市全市地区生产总值 3394.2 亿元，比上年增长 8.2%；其中，第一产业增加值 348 亿元，增长 3.3%，对经济增长的贡献率为 4.3%；第二产业增加值 1285.4 亿元，增长 6.9%，对经济增长的贡献率为 36.6%；第三产业增加值 1760.8 亿元，增长 10.7%，对经济增长的贡献率为 59.1%。全市人均地区生产总值达到 58160 元。全市三次产业结构由上年的 10.9:39.1:50.0 调整为 10.2:37.9:51.9。第一产业比重下降 0.7 个百分点，第二产业比重下降 1.2 个百分点，第三产业比重上升 1.9 个百分点。

全市固定资产投资比上年增长 10.6%。按

产业分，第一产业投资增长 39.0%；第二产业投资增长 27.7%；第三产业投资增长 1.9%。按投资方向分，工业投资增长 39%；民生投资下降 13.6%；生态投资增长 30.4%；基础设施投资下降 17%；高新技术产业投资增长 87.7%；工业技改投资增长 48.6%。全市亿元以上项目 643 个，其中新开工项目 252 个，亿元以上项目本年实际完成投资 1108.3 亿元。

2018 年，常德市新增和恢复农田灌溉面积 0.13 万公顷，新增节水灌溉面积 0.29 万公顷。城市污水集中处理率达 99.75%，城市人均公园绿地面积 13.8 平方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为常德市国资委。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，未发生变化。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员有所变化，不会对公司的日常管理、生产经营情况及偿债能力构成不利影响。

2018 年 12 月，根据公司股东决定以及常国资函〔2018〕13 号文件，免去刘润年、蒋向明公司董事职务，重新委派朱军、朱远华为公司董事；免去罗中、段军公司监事职务；重新委派万立军、林旭、曾详龙为公司监事；免去刘润年公司法定代表人职务，重新委派朱军为公司法定代表人。上述重新委派人员任期均为 3 年。同时，聘任文得名和朱远华为公司副总经理

朱军先生，1973 年 9 月出生，中共党员，在职研究生学历。历任常德水表厂副董事长；常德市老干中心主任、副主任；常德市经远建筑有限公司董事长；现任公司董事长兼法定代表人。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有员工 40 人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历 22 人，本科学历 14 人，硕士及以上学历 4 人；从员工年龄构成来看，35 岁以下 18 人，35~45 岁 11 人，45 岁以上 11 人；从岗位构成看，高级职称员工 1 人，中级职称员工 6 人。

3. 外部支持

公司作为常德市水利和基础设施建设主体，主要承担常德市市级防洪圈（含德山防洪大堤）、市城区水利设施建设和水利建设形成的新增用地的开发。

跟踪期内，常德市一般预算收入同比有所增长，财政收入质量一般，财政平衡能力弱，公司未取得政府补贴等方面支持。

2018 年，常德市一般公共预算收入 166.8 亿元，同比有所增长，其中税收收入 115.85 亿元，税收占比 69.45%，财政收入质量一般。2018 年，常德市政府性基金收入 113.91 亿元，同比快速增长。2018 年，常德市一般公共预算支出分别为 529.15 亿元，财政自给率为 31.52%，财政平衡能力弱。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1043070100101070B），截至 2019 年 5 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 5 月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员有所变化，公司管理体制等方面无重大变化，各项制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为常德市水利和基础设施建设主体，跟踪期内，公司营业收入有所下降，毛利率有所上升，收入构成未发生明显变化。

2018 年，公司营业收入构成未发生明显变化，主要由市政建设项目收入以及排水设施使用费（管网）收入构成，分别占比 51.46%和 29.49%。2018 年，公司实现营业收入 9.94 亿元，同比下降 20.58%，主要系受湖南省政策影响导致市政建设项目收入下降所致。其他业务板块方面（除市政建设项目及新安北路给排水管网板块外），公司依据常德市财政局出具的相关费用支付文件确认收入。其中，2018 年公司根据相关文件确认了新安北路给排水管网收入 1.26 亿元。

2018 年，公司综合毛利率为 18.05%，同比上升 4.14 个百分点，主要系毛利率较低的市政建设项目业务占比下降所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.89 亿元，相当于 2018 年 8.96%，综合毛利率为 -6.41%，主要系市政建设项目业务一般于年底确认收入所致。

表 3　2017~2019 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设项目	89537.91	71.53	12.71	51155.92	51.46	14.87	0.00	0.00	--
排污费（管网）	3883.50	3.10	100.00	3883.50	3.91	100.00	970.87	10.90	100.00
排水设施使用费（管网）	29320.39	23.42	31.39	29320.39	29.49	31.39	7330.10	82.29	31.39
电排站	611.65	0.49	31.26	611.65	0.62	31.26	152.91	1.72	31.26
防洪墙养护费	1092.23	0.87	31.10	1092.23	1.10	31.10	273.06	3.07	31.10
经济林养护费	723.30	0.58	100.00	723.30	0.73	100.00	180.83	2.03	100.00
新安北路给排水管网	0.00	0.00	--	12621.36	12.70	-31.71	0.00	0.00	--
合计	**125168.97**	**100.00**	**13.91**	**99408.35**	**100.00**	**18.05**	**8907.77**	**100.00**	**-6.41**

注：合计数与各项之和不一致系四舍五入所致（下同）
资料来源：公司提供

跟踪期内，受外部政策影响，公司市政建设项目业务收入有所下降，该业务项目投资有所放缓，未来收入可能存在一定波动。新增财政局回款尚无具体回款安排，回款情况差。公司在建项目尚需投资额小，且暂无拟建项目，联合资信将密切关注该业务持续性。

跟踪期内，公司水利工程及配套设施建设的经营模式未发生变化：项目建设前期，公司与常德市财政局签署《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，项目资金来源于公司经营性收入和外部融资，公司按照实际投入额计入“存货”科目。项目竣工后，依据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，由市政府一次性回购，资金分期支付。

回购基数为项目总成本和投资收益。投资收益为项目总成本的 18.00%。根据工程建设进度，市政府于每年年底与公司确认建设成本再根据回购协议规定的投资收益确认收入。

跟踪期内，公司继续对续建项目进行投资建设。公司确认收入的项目主要来自马家吉隔堤综合整治工程、青年路东延线、红旗路、红旗路、万金路、经四路等。其中，武陵监狱、万金路和经四路部分工程实施系常德市经为资产经营有限公司（以下简称“经为公司”，系常德经投子公司）工程建设范围之内，2015 年 6 月，公司与经为公司签订《项目回购协议书》，武陵监狱、万金路和经四路部分工程回购方为经为公司，截至 2018 年底，应收经为公司款项 0.41 亿元，后续不再涉及经为公司回购项目。

2018 年 4 月，湖南省财政厅出台《关于压

减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》（以下简称“通知”），指出为防范化解政府性债务风险，湖南省各地应按照“停、缓、调、撤”的原则压减投资项目，并切实做好政府性债务甄别核实工作。公司工程建设进度受此影响，2018 年，公司水利工程及配套设施建设业务实现营业收入 5.12 亿元，同比下降 42.87%。2018 年，公司未收到回款，回款情况差。2019 年 1~3 月，该板块未确认收入，主要系该业务一般于年底确认收入所致。

截至 2019 年 3 月底，公司市政建设业务在建项目总投资额 18.39 亿元，已投资额 15.94 亿元，尚需投资额小。部分项目受通知的政策影响，整体投资进度有所放缓，建设期间超出预期；其中三闾南路、古田路工程和马家吉隔后续工程项目已投资额大于计划总投资额，主要系工程成本造价和征地拆迁费用因政策调整而增加所致。目前，公司暂无拟建项目。联合资信将密切关注该业务持续性。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司市政建设业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设期间	计划总投资额	已投资额	计划投资额	
				2019 年	2020 年
青年路东延线	2015-2017	3.44	1.94	0.50	0.40
湖南省武陵监狱迁建工程	2015-2017	4.47	4.16	0.10	0.05
三闾南路工程	2016-2019	2.44	4.46	0.00	0.00
古田路工程	2015-2017	1.85	2.47	0.00	0.00
红旗路工程	2017-2019	2.97	1.73	0.50	0.25
马家吉隔后续工程	2017-2019	0.93	1.03	0.00	0.00
人民路东延	2014-2017	2.17	0.06	0.60	0.50
武陵监狱应急备勤储备工作站工程	2017-2019	0.12	0.09	0.02	0.01
合计	--	**18.39**	**15.94**	**1.72**	**1.21**

资料来源：公司提供

其他业务板块方面，公司依据常德市财政局出具的相关费用支付文件确认收入及结转成本，因此跟踪期内收入及毛利率变动不大，实际回款情况差。

（1）排水设施使用费（管网）

根据常财函〔2010〕254 号文以及常德市财政局出具的《关于支付地下管网使用费的通知》，常德市财政局对使用公司排污设施支付水务资产使用费，年支付（含税）金额合计 3.02 亿元。2018 年，公司根据与财政局的《2018 年度地下管网使用费收入、成本申报表》等相关文件，确认新安北路给排水管网收入 1.26 亿元；因确认收入金额小于折旧金额，故 2018 年毛利率为-31.71%。2019 年 1~3 月，公司确认排水设施使用费（管网）0.73 亿元，毛利率 31.39%，保持稳定。

（2）排污设施运营业务

根据常财函〔2010〕255 号文，常德市财政局对公司排污设施按年排污总量支付费用。地下管网污水排放总量为管网区域内自来水公司确认的自来水用水量计算，污水排放总量以 5000 万吨为基数结算，每年支付 4000.00 万元。该业务板块毛利率为 100.00%。2019 年 1~3 月，该板块确认收入 0.10 亿元。

（3）防洪墙养护费

根据常财函〔2010〕257 号文，自 2010 年起常德市财政局对公司维护的河洑闸至马家吉防洪墙支付维护和管理费，每年支付金额为防洪墙年折旧额（约 750 万元）的 1.5 倍，即含税金额 1125.00 万元。2019 年 1~3 月，该板块确认收入 273.0 万元，毛利率为 31.10%。

（4）经济林养护费

根据常国资产权通字〔2010〕6 号，常德

市国资委注入公司金禹湿地经济林，评估价值10.13亿元，面积7451.5亩。为维护本地林场资源的稳定，自2011年起，根据常财函〔2011〕10号文，常德市财政局按1000元/亩，约含税金额745万元/年，支付公司金禹湿地公园经济林养护费。2019年1~3月，该板块确认收入180.83万元，毛利率100.00%。

依据常财函件〔2010〕254号、255号、256号和257号文及常财函〔2011〕10号文件通知（以下统称“相关费用支付文件”），常德市财政局向公司支付水务资产使用费1.52亿元/年和1.5亿元/年、排污排水费4000万元/年、电排站维护费630万元/年、防洪墙维护费1125万元/年、经济林养护费745万元/年，截至2014年底，共计10.85亿元；同时，根据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》的约定，截至2014年底，公司应收常德市财政局项目建设回购款8.03亿元（紫缘路桥、沾天湖南岸堤防整治等项目）。针对上述两笔款项合计18.88亿元，常德市财政局于2015年6月出具《常德市财政局关于支付几项设施使用费的说明》（以下简称“回款安排”），计划于2015~2018年每年分别支付公司6.00亿元、4.00亿元、4.00亿元和4.88亿元。2015年公司收到回款6.00亿元；2017年公司收到回款4.00亿元，其余年份公司尚未收到相关回款。此外，截至2019年3月底，公司应收常德市财政局账款52.24亿元，较2014年底新增18.88亿元，针对新增回款尚无具体回款安排。

公司未来将继续投资于市政项目建设，在建项目未来资金需求小，同时开始进行多元化、多层面发展。

未来，公司继续投资于市政项目建设，对武陵监狱迁建工程、红旗路工程、青年路工程等续建项目做好统筹规划和建设工作，主要在建项目的资金来源均为30%自筹和70%外部融资。截至2019年3月底，上述在建项目总投资额18.39亿元，尚需投资规模一般。公司将立足做大做强“水”文章，以整合水利局五家公司为核心，整合相关资源，形成技术优势、业务优势和管理优势，真正转型为水利投资开发板块，争取武陵文化创意产业园、白鹤山“温泉特色小镇”、全面健身中心等项目为支撑，把康养项目启动作为转型发展的突破口，加快政府项目建设，并以此为基础向水环境整治业务扩展，进行多元化、多层面发展。

八、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年1~3月财务数据未经审计。截至2019年3月底，公司无并表子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，货币资金大幅下降，资产构成以流动资产为主。应收类款项对公司资金占用大，公益性资产占比较高，公司资产质量较差，流动性较弱。

截至2018年底，公司资产总额269.23亿元，同比下降13.62%，以流动资产为主，但占比有所下降，2018年为71.83%。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	90.57	29.06	16.16	6.00	12.64	4.76
应收账款	44.21	14.18	54.32	20.18	52.24	19.67
其他应收款	64.00	20.53	97.76	36.31	100.27	37.76
存货	33.29	10.68	25.15	9.34	25.49	9.60
流动资产	**232.10**	**74.46**	**193.40**	**71.83**	**190.64**	**71.80**

固定资产	69.41	22.27	65.62	24.37	64.67	24.36
生产性生物资产	10.13	3.25	10.13	3.76	10.13	3.82
非流动资产	**79.60**	**25.54**	**75.84**	**28.17**	**74.89**	**28.20**
资产总额	**311.70**	**100.00**	**269.23**	**100.00**	**265.53**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和季报整理

截至2018年底，公司流动资产193.40亿元，同比下降13.48%。公司货币资金（全部为银行存款）12.64亿元，同比下降82.16%，主要系偿还债务本息以及与常德经投公司往来款增加所致，公司货币资金中受限部分6.34亿元。公司应收账款54.32亿元，同比增长22.86%，由应收常德市财政局53.92亿元和应收经为公司0.41亿元构成，公司未计提坏账准备，回收风险可控，但对资金占用较大。公司其他应收款97.76亿元，其中与常德经投的往来款87.75亿元，占比大，绝大部分在1年以内。公司存货25.15亿元，同比下降24.43%，由常德市国资委划入公司的开发项目土地24.28亿元和武陵监狱等工程建设项目施工成本0.87亿元构成。其中，2018年底开发项目土地同比减少7.55亿元，系市国土局出让公司账面划拨性质的土地所致，并相应调减资本公积。公司拥有权证土地1077.25亩（24.28亿元），其中受限部分16.68亿元。

截至2018年底，公司非流动资产75.84亿元，同比下降4.73%，主要系水务资产等固定资产折旧所致。

截至2018年底，公司应收类款项152.09亿元，同比增长较快，占资产总额56.49%，对资金占用大。受限资产方面，截至2018年底为23.03亿元，占资产总额8.55%，包括货币资金6.34亿元和存货中的土地16.68亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额265.53亿元，较上年底下降1.38%。公司货币资金12.64亿元，较上年底下降21.75%，主要系与常德经投往来款支出增加所致，相应其他应收款增长至100.27亿元；应收账款52.24亿元，较上年底下降3.83%，主要系收回常德市财政局部分款款项。应收类款项152.51亿元，占资产总额57.44%，较上年底进一步上升。资产结构方面较2018年底变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，受国土局出让公司土地影响，公司所有者权益有所下降，权益稳定性一般。公司有息债务规模有所下降，仍以长期债务为主，总体债务负担一般。未来随着在建项目的投入，预计未来负债水平将有所上升。

截至2018年底，公司所有者权益128.82亿元，同比下降4.39%，主要系国土局出让公司账面划拨性质的土地7.55亿元导致资本公积下降所致。截至2019年3底，公司所有者权益128.74亿元，较上年底变化不大，其中资本公积114.96亿元，全部为常德市国资委注入公司的水务、经济林和土地资产。

截至2018年底，公司负债总额140.42亿元，同比下降20.65%，其中流动负债占20.89%、非流动负债占79.11%，以非流动负债为主。

表6　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	金额	占比	金额
短期借款	0.00	0.00	4.50	3.20	4.50	3.29
其他应付款	1.43	0.81	2.20	1.57	2.32	1.70
一年内到期的非流动负债	14.90	8.42	21.06	15.00	18.67	13.65
流动负债	**17.70**	**10.00**	**29.33**	**20.89**	**25.79**	**18.85**
长期借款	25.45	14.38	24.60	17.52	23.25	17.00

应付债券	39.32	22.22	42.51	30.27	42.51	31.08
长期应付款	94.50	53.40	43.98	31.32	45.24	33.07
非流动负债	**159.27**	**90.00**	**111.09**	**79.11**	**111.00**	**81.15**
负债总额	**176.97**	**100.00**	**140.42**	**100.00**	**136.79**	**100.00**
资本公积	122.51	90.93	114.96	89.24	114.96	89.30
未分配利润	10.10	7.50	11.57	8.98	11.50	8.93
所有者权益	**134.73**	**100.00**	**128.82**	**100.00**	**128.74**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至2018年底，公司流动负债29.33亿元，同比增长65.68%。公司新增短期借款4.50亿元，系质押借款。公司一年内到期的非流动负债21.06亿元，同比增长41.31%。其中，一年内到期的长期应付款19.95亿元，一年内到期的长期借款0.11亿元。截至2018年底，公司非流动负债111.09亿元，同比下降30.25%。公司长期借款24.60亿元，包括保证借款5.26亿元、抵押借款13.65亿元和质押借款6.80亿元。公司应付债券42.51亿元，同比增长30.27%，主要系发行民生银行私募债所致。公司长期应付款43.98亿元，同比下降53.46%，主要系偿还有息性质的信托融资款和融资租赁款所致。截至2019年3月底，公司负债总额136.79亿元，较上年底下降2.58%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款减少所致。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务92.92亿元，同比增长16.63%，其中短期债务25.81亿元（占27.78%），长期债务67.11亿元（占72.22%）。考虑到长期应付款为有息债务，截至2018年底公司调整后全部债务136.89亿元，同比下降21.40%，其中调整后长期债务111.09亿元（占81.15%）。债务指标方面，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均有所下降，分别为52.15%、51.52%和46.30%。截至2019年3月底，公司调整后全部债务134.17亿元，较上年底下降1.99%，其中短期债务23.17亿元（占17.27%）、调整后长期债务111.00亿元（占82.73%）；2019~2021年，公司每年需偿还有息债务39.39亿元（含可能面临投资人行使回售权而需偿还的15亿元私募债，暂列“应付债券”科目）、30.47亿元和20.81亿元，2019年集中偿还压力较大。公司资产负债比率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为51.52%、51.03%和46.30%，较上年底进一步下降，债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，受行业特点限制，公司自身盈利能力仍弱。公司在建项目尚需投资规模小，未来收入规模和业务持续性有待关注。

2018年，公司实现营业收入9.94亿元，同比下降20.58%，主要系工程建设项目业务收入下降所致；同期，公司营业成本8.15亿元，同比下降24.40%。2018年，公司营业利润率17.85%，同比上升4.30个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.74%和1.27%，同比保持相对稳定，公司自身盈利能力仍弱。

2018年，公司期间费用344.54万元，规模较小，主要系资本化利息金额较大导致财务费用为负所致；公司期间费用率0.35%。2018年，公司利润总额1.74亿元，同比小幅增长。

2019年1~3月，公司营业收入0.89亿元，相当于2018年8.96%，公司营业利润率为-6.77%，利润总额-754.47万元，主要系市政建设项目收入一般于年底确认。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司未收到常德市财政局的回款，收现质量依然很差。同时，公司存量债务规模较大，筹资活动资金缺口同比大幅增长，对外部融资需求较高。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支以及与其他企业的借款及往来款、市政项目的投资支出等。2018年，公司经营活动现金流量净额-1.39亿元，由正转负，收现质量依然很差。

2018年，公司未收回常德经投的借款，公司投资活动现金流量净额-198.76万元，由正转负。

2018年，公司筹资活动现金流量净额-79.34亿元，资金缺口同比大幅增长，主要系偿还银行借款本息以及支付融资租赁款、信托以及与经建投公司等往来款大幅增长所致。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额1.61亿元，主要系往来款收支和代建业务投入支出；公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-0.55万元；筹资活动现金流量净额-3.58亿元，主要系与常德经投的往来款收支以及偿还债务利息。

5．偿债能力

公司短期债务偿债能力较弱，长期偿债能力弱，且间接融资渠道亟待拓宽，对外担保规模依然大且集中度高，存在一定或有负债风险。考虑到获得的外部支持，公司整体偿债能力一般。

从短期偿债能力指标看，2018年底公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为659.35%和573.59%；2019年3月底，上述指标分别上升至739.13%和640.31%。受经营活动现金流量净额由正转负影响，2018年，公司经营现金流动负债比同比下降至-4.74%。2018年底和2019年3月底，公司非受限现金类资产分别为9.82亿元和7.62亿元，为同期短期债务的0.38倍和0.33倍，公司短期债务偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为5.54亿元，同比增长18.40%，由利润总额1.74亿元和折旧摊销3.79亿元构成。公司调整后全部债务/EBITDA为24.73倍，同比有所下降。公司长期偿债能力弱。考虑到获得的外部支持，公司整体偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司对外担保金额73.74亿元，担保比率为57.42%。被担保企业主要为常德经投（占89.70%），被担保企业均为国有企业或事业单位，目前经营正常。公司对外担保规模依然大且集中度高，存在一定或有负债风险。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信额度共计45.00亿元，其中尚未使用2.50亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券余额43.00亿元，公司存续债券短期偿债压力一般，未来偿债压力集中度较高。

截至2019年3月底，公司存续债券余额43.00亿元，一年内到期兑付债券15.00亿元（若考虑投资人行使回售权），2022年将达到存续债券待偿本金峰值25.00亿元。2018年底，公司现金类资产16.16亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为0.83亿元、-1.39亿元和5.54亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司短期债券支付压力一般，未来偿债压力集中度较高。

表7　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

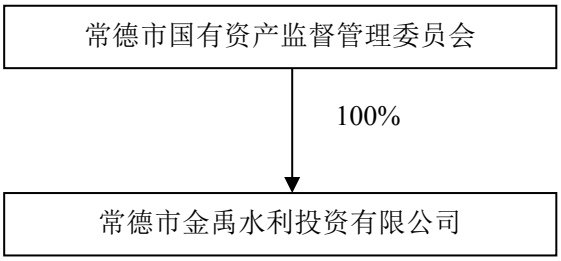
项　目	2018年
一年内到期债券余额	15.00
未来待偿债券本金峰值	25.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.08
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.06
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.22

资料来源：联合资信整理

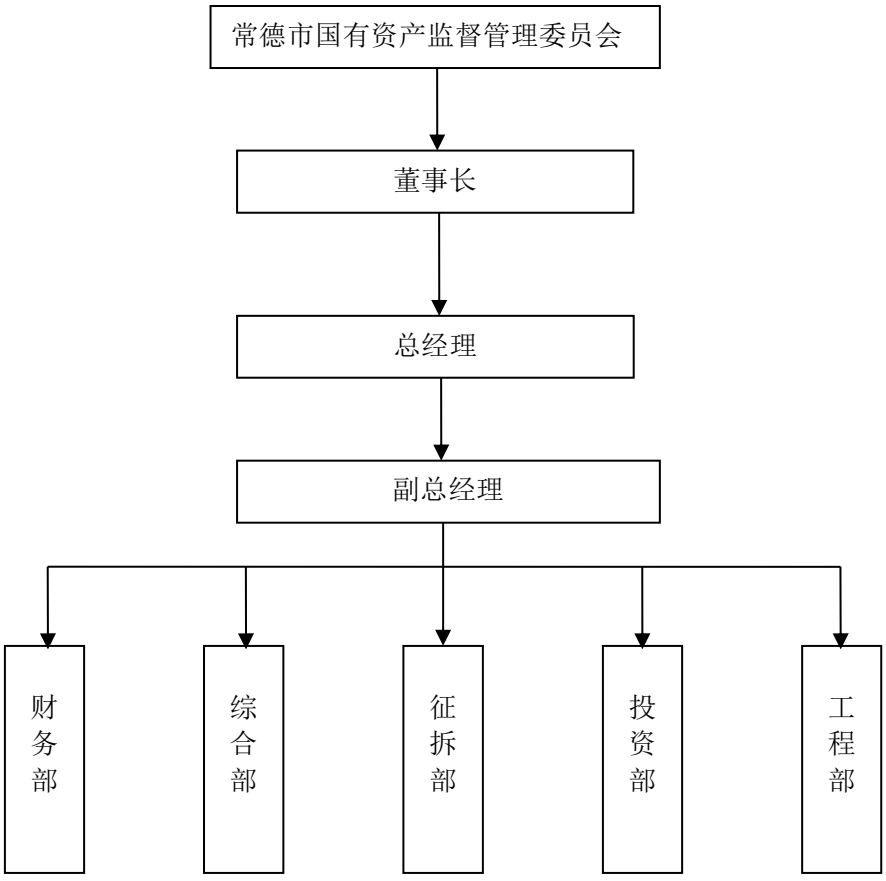
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	90.81	90.57	16.16	12.64
资产总额(亿元)	244.32	311.70	269.23	265.53
所有者权益(亿元)	98.12	134.73	128.82	128.74
短期债务(亿元)	5.33	14.90	25.81	23.17
长期债务(亿元)	44.71	64.77	67.11	65.76
调整后长期债务(亿元)	133.21	159.27	111.09	111.00
全部债务(亿元)	50.04	79.67	92.92	88.93
调整后全部债务(亿元)	138.54	174.17	136.89	134.17
营业收入(亿元)	10.50	12.52	9.94	0.89
利润总额(亿元)	2.29	1.71	1.74	-0.08
EBITDA(亿元)	4.42	4.67	5.54	--
经营性净现金流(亿元)	1.08	0.59	-1.39	1.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.35	0.31	0.20	--
存货周转次数(次)	0.25	0.32	0.28	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.03	--
现金收入比(%)	0.00	31.96	0.00	0.00
应收类款项/资产总额(%)	29.58	34.72	56.49	57.44
营业利润率(%)	21.99	13.55	17.85	-6.77
总资本收益率(%)	1.31	0.75	0.74	--
净资产收益率(%)	1.97	1.20	1.27	--
长期债务资本化比率(%)	31.30	32.47	34.25	33.81
调整后长期债务资本化比率(%)	57.58	54.17	46.30	46.30
全部债务资本化比率(%)	33.77	37.16	41.90	40.85
调整后全部债务资本化比率(%)	58.54	56.38	51.52	51.03
资产负债率(%)	59.84	56.78	52.15	51.52
流动比率(%)	1515.10	1311.02	659.35	739.13
速动比率(%)	1256.30	1122.99	573.59	640.31
经营现金流动负债比(%)	8.29	3.36	-4.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.33	17.04	16.79	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	31.36	37.26	24.73	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=〔(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1〕×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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-营业税金及附加）/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	
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

附件 4-1　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 4-2　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 4-3　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