



2021年仁怀市城市建设投资经营有限 责任公司公司债券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：

2021年仁怀市城市开发建设投资经营有限责任公司公司债券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
21 仁怀债/21 仁怀城投债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：仁怀市经济持续增长，为仁怀市城市开发建设投资经营有限责任公司（以下简称“仁怀城投”或“公司”）的发展提供了良好基础，公司作为仁怀市重要的基础设施建设及投融资平台，业务可持续性较好；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性进一步减弱，且较大规模的未来收益权因质押受限，公司建设资金压力较大，依赖政府专款支持，总债务规模虽有降低但仍处于较高水平，偿债压力仍较大，且对外担保存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为仁怀市重要的基础设施建设和投融资平台，业务可持续性较好。

评级日期

2023年06月21日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenh@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	424.14	405.53	372.65
所有者权益	178.45	176.58	175.16
总债务	144.75	156.29	135.07
资产负债率	57.93%	56.46%	53.00%
现金短期债务比	1.33	0.88	0.51
营业收入	16.10	16.00	15.02
利润总额	2.15	1.64	1.71
销售毛利率	12.25%	12.23%	10.66%
EBITDA	2.35	1.87	1.73
EBITDA 利息保障倍数	0.18	0.18	0.17
经营活动现金流净额	8.20	11.31	5.03

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 仁怀市经济继续保持增长，白酒产业发展优势明显，财政收入质量较好，继续为公司发展提供良好基础。2022 年仁怀市地区生产总值依然保持较快增长，区域经济发展水平较高，白酒工业依然为工业经济中支柱产业。2022 年一般公共预算收入和财政自给率在遵义下辖区县排名均列第一，税收收入占比较高。
- 公司是仁怀市重要的基础设施建设及投融资平台，业务可持续性较好。公司主要承担仁怀市重点市政工程项目投资与建设、保障房建设等。截至 2022 年末，公司在建的主要基础设施建设、保障房项目计划总投资 177.11 亿元，已投资 136.71 亿元，公司业务量充足。

关注

- 公司资产仍以存货、应收款项为主且规模同比增长，受限资产及收益权规模仍较大。截至 2022 年末，公司存货、应收款项合计占总资产的 88.71%，存货主要系工程建设成本、土地资产，变现能力欠佳；应收款项回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大的占用。同期末受限资产占公司资产总额的 17.69%，因质押受限的未来应收权益合计 73.59 亿元。
- 公司在建项目尚需投资规模较大，但公司回款表现仍较差，资金依赖政府专项款支持。截至 2022 年底，公司主要在建项目尚需投资 53.55 亿元，但 2022 年公司收现比仅为 0.22，资金回笼情况表现仍较差，公司建设资金仍依赖政府专项款支持。
- 公司总债务规模有所下降但仍较大，面临较大的偿债压力。截至 2022 年末，公司总债务规模 144.75 亿元，同比略有下降；EBITDA 对有息负债的本息偿付保障能力仍然较弱，公司偿债压力依然较大。
- 公司对外担保存在较大的或有负债风险。截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 54.62 亿元，占同期末公司所有者权益的 30.61%，同比上升 8.14 个百分点，被担保方主要为地方国有企业，但均未设置反担保措施。截至 2023 年 6 月 9 日，部分被担保国企存在被执行人信息，涉及公司担保余额 18.97 亿元。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
仁怀城投	市政工程项目投资与建设、保障房建设、基础设施建设	424.14	178.45	16.10
仁怀水投	基础设施建设业务、水利设施建设、供排水、粮食购销及公交运营	352.84	204.89	19.18

注：（1）仁怀水投为仁怀市水务投资开发有限责任公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	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	aa-
外部特殊支持	2
主体信用等级	AA+

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 aa-，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是仁怀市地区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，仁怀市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与仁怀市政府的联系非常紧密以及对仁怀市政府非常重要。同时，中证鹏元认为仁怀市政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+/21 仁怀债/21 仁怀城投债	2022-05-30	陈刚、陈洪	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+/16 仁怀城投债/PR 仁怀债	2020-6-29	张旻燊、秦风明	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+/ 14 仁怀城投债/PR 仁城投	2015-10-23	胡亮亮、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA/ 14 仁怀城投债/PR 仁城投	2014-04-02	贺亮明、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
21 仁怀债/21 仁怀城投债	9.50	9.50	2022-05-30	2028-11-02

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2021年11月2日发行7年期9.50亿元2021年仁怀市城市开发建设投资经营有限责任公司公司债券（21仁怀债/21仁怀城投债），募集资金其中5.74亿元用于仁怀市2017年城市棚户区改造项目一期工程（城北老车站片区），3.76亿元用于补充营运资金。截至2023年4月30日，21仁怀债/21仁怀城投债募集资金专项账户余额合计为66,899.71元。

三、发行主体概况

截至2023年4月末，公司注册资本仍为26.32亿元；根据公司与中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）签署的投资协议，仁怀市人民政府（以下简称“仁怀市政府”或“市政府”）分别于2021年12月、2022年2月回购农发基金所持公司股权800万元、500万元，截至5月末，两次回购均未完成工商变更登记；2023年1月，仁怀市政府增加注入3,000.00万元资金，公司实收资本增加至24.37亿元。截至2023年4月末，仁怀市政府仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司98.27%的股权，公司股权结构图详见附录二。

2022年公司合并范围新增1家子公司，详见下表。截至2022年末，公司合并范围内子公司共4家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
仁怀城投中资智慧城市运营有限公司	51.00%	公共设施管理	新设

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

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。

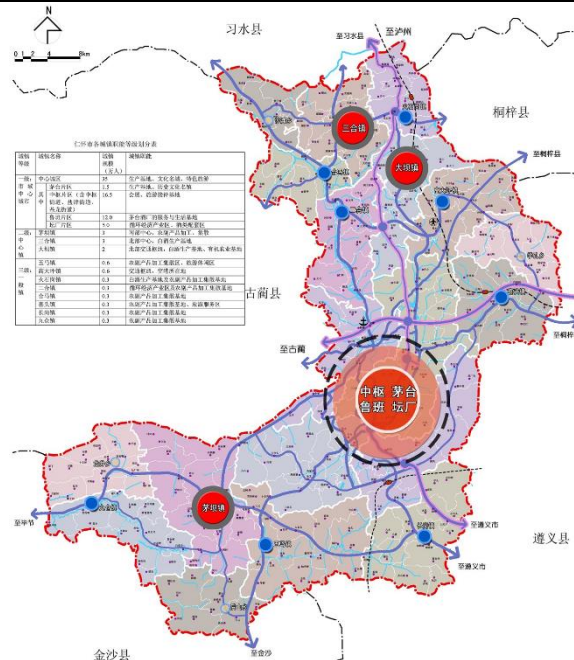
区域经济环境

仁怀市规划建设成为“遵义副中心城市”，经济总量和增速在遵义市各区县内稳居首位；近年区域经济保持增长，白酒产业作为首位产业保持快速增长态势，依托贵州省战略性新兴产业集群发展规划，白酒产业将有较大发展机遇；近年来仁怀市财力保持增长，财政收入质量较好

区位特征：仁怀市区域交通便利，规划建设成为“遵义副中心城市”，近年人口净流入增速较快。仁怀市是遵义市的2个代管县级市之一，位于遵义市的西部、赤水河中游、大娄山脉西段北侧，是黔北经济区与川南经济区的连接点，全市面积1,788平方公里，下辖5个街道、14个镇、1个乡。1997年，贵州省人民政府委托遵义市代管县级仁怀市；2013年，贵州省政府决定将县级仁怀市改为省直管，赋予自主经济权利，但行政区域不从遵义市分离；2019年，根据贵州省民政厅公告显示，仁怀市由省直管调整为由遵义市管理，当年7月1日按市管县体制运行。仁怀市区域交通便利，G4215遵赤高速穿城而过，鲁班大道、国道212（鲁班至五马段）已建成投用，公路通车总里程达3,961公里，实现组组通硬化公路，蓉遵高速、金仁桐高速正在建设；茅台机场建成通航，累计开通航线39条，通达城市42个，旅客吞吐量列贵州省内支线机场第一位。根据第七次全国人口普查数据，仁怀市2020年11月1日零时常住人口为65.53万人，较第六次全国人口普查增长19.91%，常住汉、苗、布依等9个民族，人口呈现净流入状态且增速较快。

仁怀市结合遵义都市圈、仁习赤黔边城市带建设机遇，“十四五”期间规划建设遵义副中心城市，加快构建以主城区为核心引领，南部新城、空港新区为重要增长极，乡镇集镇及特色小镇为支撑点的“一核引领、两极驱动、多点支撑”新型城镇化发展格局。

图1 仁怀市城市总体规划布局图



资料来源：仁怀市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：仁怀市经济总量和增速在遵义市各区县中位居首位，工业增长对经济拉动作用明显。近三年仁怀市地区生产总值持续增长，GDP增速也较快。2022年GDP总量、GDP增速在遵义市的14个区县排名均位列第一，在中郡研究所发布的《2022县域经济与县域发展监测评价报告》中，仁怀市在县域经济百强县中排名第33位。三次产业结构由2020年的2.55：69.39：28.06调整至2022年的2.36：71.43：26.21，第二产业为经济支柱。2022年仁怀市规模以上工业增加值增速为18.5%，在遵义市各区县中排名第一，工业增长对经济拉动作用明显。仁怀市人均GDP远高于全国平均水平。近三年500万元及以上固定资产投资逐年增长且增速较快，2020-2022年工业投资分别增长49.2%、22.5%、31.5%，固定资产投资增长主要集中于工业领域；2020-2022年房地产开发投资增速23.1%、17.8%、21.5%，保持较高增长，2022年仁怀市房地产开发投资是遵义市唯一实现正增长的区县。2020-2021年社会消费品零售总额快速增长，2021年增速大幅提升至16.9%，2022年该指标同比下降11.6%。

表2 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
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%	48,348	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3 仁怀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）	1,706.70	5.6%	1,564.49	12.0%	1,364.11	4.1%
500万元及以上固定资产投资	--	8.8%	--	12.7%	--	11.3%
社会消费品零售总额	126.26	-11.6%	142.65	16.9%	112.62	10.4%
人均GDP（元）		260,884		238,744		208,166
人均GDP/全国人均GDP		304.42%		294.83%		287.34%

注：2020-2021年人均GDP均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：2020-2022年仁怀市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：仁怀市支柱产业以白酒产业、酒旅融合的旅游产业、现代化农业为主，特色产业表现突出，白酒产业链配套有所完善。仁怀市酱香白酒产业保持快速增长态势，2022年白酒产业增加值完成796.2亿元，增速18.9%；新增规模以上白酒生产企业27家，其中新增亿元级企业3家，累计达132家。2022年白酒产业链配套有所完善，i茅台、京东·仁怀名酒馆、1919名酒馆已上线运营，137家仁怀酱香酒道馆已覆盖20个省68个城市；中国（贵州）酱香酒交易中心¹供应链金融累计投放18亿元资金、实现成交额58亿元；中国物流现代商贸物流园、中通快递智慧电商物流产业园已落户仁怀。仁怀市依托酱香酒优势，发展以酒旅融合为特色的旅游产业，2022年接待游客量676万人，实现旅游总收入79.5亿元，收入较上年略有增加；现已打造酒庄50个，建成4A级景区2个、3A级景区12个，夜郎酒谷、怀庄酒庄文创产品营收突破亿元；未来仁怀市将继续围绕酒旅游、酒体验、酒文创、酒经济价值提升，深入实施旅游产业化“四大行动”²。在现代化农业方面，2022年仁怀市完成粮食播种面积85万亩、产量19万吨，农产品加工转化率、农业综合机械化率、秸秆综合利用率分别达77%、49%和85%；种植有机高粱35万亩，产值10亿元，新建高标准农田暨高粱基地5.68万亩。

发展规划及机遇：根据《贵州省“十四五”战略性新兴产业集群发展规划》，贵州省将重点发展酱香白酒产业集群，规划布局仁怀等地优质酱香型白酒产区，持续巩固世界级酱香型白酒产业基地核心区地位。仁怀市依托自身产业优势和贵州省产业规划，白酒产业将有较大发展机遇。贵州省将以龙头企业为引领培育壮大白酒企业梯队，做大做强茅台集团，持续提升茅台镇国酒工业园、酱香白酒产业集聚区等核心产业带，茅台201厂3万吨酱香系列酒技改工程及配套设施、国台酒庄1万吨优质酱香型白酒技改已被列为贵州省酱香白酒产业集群重点工程。“十四五”期间，仁怀市将推动仁怀酱香酒产区建设，发挥茅台集团的品牌引领作用，优化酱香酒产业集群，同时延伸发展白酒配套产业，在原料保供体系、仓

¹ 由仁怀市委、市政府发起，经省政府有关部门批准设立的、全国唯一的酱香酒大宗商品交易中心。

² 即大力实施旅游市场主体培育行动，大力实施旅游业态升级行动，大力实施旅游服务质量提升行动，大力实施闲置低效旅游项目盘活攻坚行动。

储物流等方面加快发展。

财政及债务水平：近年来仁怀市财力保持增长，财政收入质量较好，财政自给程度较高。2020-2022年仁怀市一般公共预算收入保持增长，一般公共预算收入和财政自给率在遵义市下辖的14个区县排名均位列第1位，税收收入占比较高，近三年财政自给率保持在80%以上，财政自给程度较高，整体看仁怀市财政收入质量较好。2022年仁怀市政府性基金收入同比下降15.62%，主要是土地出让收入同比减少9.36亿元所致。近三年仁怀市的地方政府债务余额持续扩张。

表4 仁怀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	99.24	85.83	73.82
税收收入占比	86.89%	87.13%	86.96%
财政自给率	87.65%	87.52%	84.80%
政府性基金收入	50.81	60.21	41.17*
地方政府债务余额	102.25	96.07	88.80

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；标“*”数据为市本级数据。

资料来源：2020-2022年仁怀市财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，仁怀市的主要城投平台有2家，分别主要负责基础设施及保障房建设、水利设施建设及供排水业务两方面，资产及收入规模在当地区县级平台中相对较大，详见下表。

表5 仁怀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
仁怀市城市开发建设投资经营有限责任公司	仁怀市人民政府	178.45	57.93	16.10	144.75	市政工程项目投资与建设、保障房建设、基础设施建设
仁怀市水务投资开发有限公司	仁怀市人民政府	204.89	41.93	19.18	93.11*	基础设施建设业务、水利设施建设、供排水、粮食购销及公交运营

注：1、财务数据为2022年度/2022年末；2、标“*”总债务=短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+永续债。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍承担仁怀市重点市政工程项目、保障房项目投建等职责，2022年营业收入同比略微增长

作为仁怀市2家县级平台之一，公司主要承担仁怀市重点市政工程项目的投资与建设、保障房建设等，在区域内的业务获取能力排名第二。2022年公司营业收入较上年稍有增长，其中基础设施建设项目收入大幅增长，保障性住房项目收入略有下降，而未实现房屋修缮收入。2022年公司销售毛利率同比变化不大。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
----	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设项目	8.33	51.76%	9.09%	4.48	28.02%	9.09%
保障性住房收入	7.20	44.70%	13.93%	7.64	47.76%	14.83%
房屋修缮项目	0.00	0.00%	--	3.55	22.21%	9.09%
其他业务	0.57	3.54%	37.18%	0.32	2.01%	29.14%
合计	16.10	100.00%	12.25%	16.00	100.00%	12.23%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但在建项目资金需求量较大，公司面临较大的资金压力

（一）基础设施建设及房屋修缮业务

公司主要承担仁怀市重点市政工程项目的投资与建设、保障房建设等。其中，基础设施建设项目公司一般先与政府签订委托代建合同，公司自筹资金进行相关项目的建设，后期仁怀市政府与公司、仁怀市国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“仁怀国投”）签订委托代建项目移交报告，将项目移交给仁怀国投，由仁怀国投与公司进行结算，结算金额为审计确认的工程项目成本加成10%-15%。公司房屋修缮项目业务模式仍与基础设施建设项目业务模式相同，业务区域特指茅台示范镇的区域，故单独列示。

2022年公司共确认基础设施建设项目收入8.33亿元，较去年基础设施建设项目及房屋修缮项目合计收入小幅增长，明细如下表；基础设施建设毛利率仍为9.09%，与去年持平。值得关注的是，公司基础设施建设项目收入受政府规划、工程施工进度影响较大，未来仍存在一定的波动性；同时还需关注，基础设施建设项目资金的回笼时间通常有延迟，受政府实际支付时间的影响较大。

表7 2022 年公司基础设施建设项目收入成本构成情况（单位：亿元）

项目名称	确认收入	确认成本
茅台镇河滨庆典广场工程	4.33	3.93
茅台镇长征路滨河景观工程	2.77	2.52
仁怀市茅台3号大桥建设工程	0.70	0.64
仁怀市环城东路南段道路工程	0.53	0.49
基础设施建设项目收入合计	8.33	7.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）保障性住房业务

公司保障房建设主要有两种业务模式：第一种模式是由公司先与政府签订委托代建合同，公司自筹资金进行相关项目的建设，后期仁怀市政府与公司、仁怀国投签订委托代建项目移交报告，将项目移交给仁怀国投，由仁怀国投与公司进行结算，结算金额为审计确认的工程项目成本加成10%-15%，目前公司项目主要采取这种模式；第二种是公司负责项目资金的筹措，在完成对棚户区原有居民安置的基础

上，通过可售住宅、商铺以及停车位的销售实现项目收益。其中本期债券募投项目仁怀市2018年棚改一期安置房项目、2017年棚改二期安置房项目，以及仁怀市中枢城区公安局、炮台巷棚户区改造项目和仁怀市2016年苍龙城市棚户区改造工程项目均采用第二种模式。

2022年公司确认保障性住房项目收入及毛利率均同比所下降，毛利率下降系公司自行销售的住宅、车位和配套商业等，因市场价格波动及销售项目不同所致。当年保障性住房项目明细如下表。

表8 2022年公司保障房项目收入成本构成情况（单位：亿元）

项目名称	确认收入	确认成本
仁怀市 2017 年易地扶贫搬迁工程	3.36	3.05
吾悦公园里、凤凰家园、葡萄井	3.84	3.14
合计	7.20	6.19

资料来源：公司提供

截至2022年底，公司主要在建项目预计总投资合计177.11亿元，累计已投资136.71亿元，公司业务量充足、未来可持续性较好。同时中证鹏元也关注到，截至2022年末公司主要在建项目尚需投资53.55亿元，未来一段时间公司存在较大的资金压力。

表9 截至 2022 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
仁怀市茅台环境整治及镇规划建设棚户改造二期工程	21.63	20.84	0.79
仁怀市 2017 年城市棚户区改造项目一期工程（城北老车站片区）	17.20	14.65	2.55
仁怀市盐津大道建设项目	15.01	0.13	14.88
仁怀市西环线道路工程	5.98	3.44	2.53
北区二三组团回迁安置	9.84	10.46	--
2017 年棚改二期安置房项目*	9.00	6.76	2.24
仁怀市 2018 年棚改一期安置房项目*	8.99	7.95	1.04
仁怀市中医院迁建项目	7.06	0.03	7.03
仁怀市苍龙大道道路工程	4.99	0.65	4.34
茅台环茅路风貌改造及环境整治工程	4.50	5.73	--
茅台镇国酒文化主题展演项目	4.38	5.25	--
仁怀市 2016 年度苍龙城市棚户区改造一期工程	4.20	4.86	--
北区一组团回迁安置	3.60	7.37	--
仁怀市妇幼保健院（妇女儿童医院）建设项目	3.42	3.42	0.00
城南大道盐津河二桥建设工程	3.17	4.17	--
仁怀市国酒新城体育运动公园	2.96	0.07	2.89
仁怀市第二中学建设工程	2.81	4.47	--
仁怀市苍龙一小建设工程	2.76	1.46	1.30
杨柳湾、跃进街核心区风貌改造	2.26	4.50	--
盐津二小建设工程	2.24	1.68	0.56

仁怀市 2016 年度苍龙城市棚户区改造二期工程	2.10	0.12	1.98
仁怀市中枢城区公安局、炮台巷棚户区改造项目	9.30	10.41	--
2016 年苍龙城市棚户区改造工程	13.99	10.42	3.57
仁怀市城市公共停车场项目	15.75	7.89	7.85
合计	177.11	136.71	53.55

注：标*项目为本期债券的募投项目；“--”系该项目累计已投资额超过预计总投资额，但未来仍需继续投入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续获得一定程度的外部支持

作为仁怀市基础设施、保障房建设项目的投融资主体，跟踪期内公司继续获得当地政府一定的支持。根据仁怀市人民政府出具的文件，同意从2021到2036年，由仁怀市财政局每年为公司增加注册资本1,500.00万元，资金来源为财政资金，并纳入财政预算；2023年1月仁怀市政府增资3,000.00万元，计入实收资本。

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况见表1，截至2022年末公司合并范围内子公司共计4家，详见附录四。

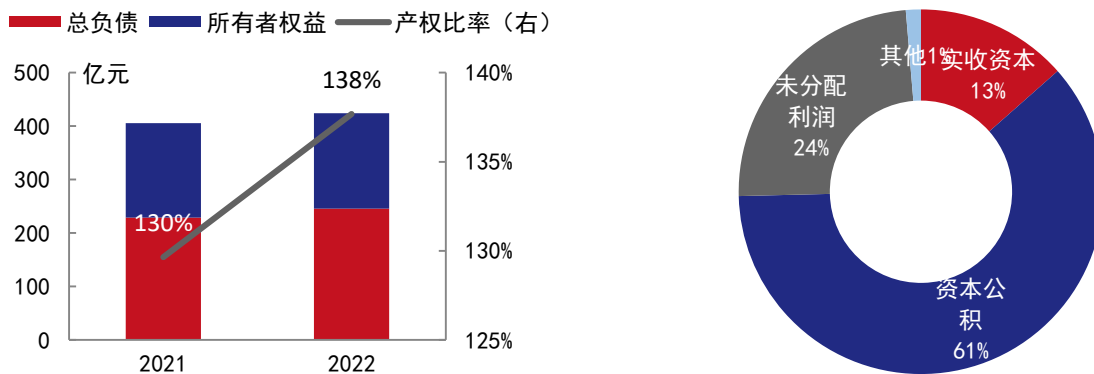
资本实力与资产质量

项目投入带动资产规模继续增长，公司资金仍多沉淀于存货及应收款项，其中应收款项回收时间不确定性较大，且资产及未来收益权受限规模仍较大

2022年末，公司资本结构仍以负债为主，随着公司项目投入增加推升负债规模上升，所有者权益对总负债的覆盖能力进一步减弱；同期末公司所有者权益仍以资本公积为主。

图 2 公司资本结构

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司业务仍以市政工程项目建设、保障房建设为主，因此资产仍集中分布于流动性资产中的存货，随着项目建设的推进，较多资金仍被应收款项占用。

2022年末，公司存货、应收款项合计占总资产的88.71%，其中存货账面价值上升，系项目建设投入推动开发成本增加所致，开发成本主要是基础设施项目、保障房和安置房项目的建设成本，2022年末其账面价值较上年末同比增长7.72%至187.09亿元。待开发土地主要是政府注入及公司招拍挂买入的土地使用权，2022年末公司待开发土地资产账面价值较上年末不变，仍为124.47亿元。截至2022年底，公司土地资产面积为403.22万平方米，土地用途主要为商住用地、商业兼居住、商务金融用地和城镇住宅用地等，土地性质全部为出让；中证鹏元关注到，期末账面价值57.75亿元的土地已用于抵押，占公司土地资产账面价值的46.40%，存货变现能力欠佳。

2022年末，公司其他应收款同比有所下降，同期末公司其他应收款主要系应收仁怀市南部新城建设投资开发有限公司（以下简称“仁怀南部新城”）、仁怀市交通运输局、仁怀市财政局、仁怀市名酒工业园区投资开发有限公司、仁怀市城市建设集团有限公司的往来款，前述对象应收往来款余额合计28.73亿元，占其他应收款期末余额的65.95%；截至2022年末，账龄一年以上的其他应收款余额达30.37亿元，较上年增加13.90%，占当期其他应收款期末余额的69.72%，同比增加14.12个百分点。2022年末，公司应收账款同比略有上升，其中仍以应收仁怀国投的代建项目款为主，其占应收账款余额的99.77%。公司应收账款、其他应收款应收对象主要为仁怀市政府单位以及城投平台，回收风险较小，但其规模较大且回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大的占用。

公司现金类资产主要包含货币资金及交易性金融资产。2022年末公司货币资金较上年末略有增长，主要系质押定期存单等受限货币资金同比增长，期末受限资金规模17.29亿元，占货币资金比重为70.17%。公司另有部分资金沉淀于投资性房地产，仍为酒都广场项目商业部分，2022年末账面价值同比降低系计提折旧所致。

中证鹏元关注到，2022年底公司整体资产受限比例仍较高，受限资产规模达75.04亿元，占公司资产总额的17.69%，此外，公司因多个项目的未来应收权益质押而受限的权益合计73.59亿元。

表10 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	24.64	5.81%	22.07	5.44%
应收账款	21.82	5.15%	20.69	5.10%
交易性金融资产	9.61	2.27%	9.00	2.22%
其他应收款	42.88	10.11%	47.54	11.72%
存货	311.56	73.46%	298.15	73.52%
流动资产合计	411.31	96.97%	397.67	98.06%
投资性房地产	6.82	1.61%	7.00	1.73%
非流动资产合计	12.83	3.03%	7.86	1.94%
资产总计	424.14	100.00%	405.53	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入继续增长，销售毛利率有所提升，主营业务资金回笼情况依然表现较差

2022年公司营业收入较上年同比略微增长，其中基础设施建设项目收入大幅增长，保障性住房项目收入略有下降，而未实现房屋修缮收入。截至2022年底，公司存货中开发成本为187.09亿元，全部系保障房建设项目、基础设施建设项目建设成本，公司业务收入未来较有保障。但需关注，公司保障房建设项目、基础设施建设项目受项目进展、政府安排影响较大，未来收入仍存在一定的波动性。从毛利率来看，2022年公司销售毛利率同比变化不大。主营业务资金回笼方面，2022年公司收现比下滑17.03个百分点到0.22，资金回笼情况整体表现仍较差。营业外收入主要系政府补助，2022年公司未获得政府补助。

表11 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	16.10	16.00
营业利润	2.25	1.63
营业外收入	0.00	0.01
利润总额	2.15	1.64
销售毛利率	12.25%	12.23%

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降但规模仍较大，EBITDA对利息保障能力依然较弱，偿债压力较大

2022年末，公司负债仍以长期借款、应付债券及专项应付款等非流动负债为主，此外部分负债资金系其他应付款。2022年末，公司有息债务规模同比略有下降，其中长期借款略有上升，长期借款仍以抵押借款、质押借款为主，抵质押物主要为土地资产及定期存单等。2022年末，公司应付债券余额同比略

有下降，其明细如下表所示，其中16仁怀城投债/PR仁怀债已于2023年4月摘牌；若不考虑行权，公司应付债券偿还集中于2025-2026年，若考虑行权，2023年公司合计14.24亿元债券面临发行人回售选择权(不考虑已摘牌的16仁怀城投债/PR仁怀债)。2022年末公司长期应付款同比略有下降，长期应付款全部为应付融资租赁款，包括应付贵阳贵银金融租赁有限责任公司、中国环球租赁有限公司、国药控股（中国）融资租赁有限公司等公司的融资租赁款。2022年末公司其他非流动负债主要系应付非金融机构借款和工程贷款，随着到期偿还同比大幅下降。

表12 截至 2022 年末公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行日期	到期日期	剩余期限	票面利率	发行金额	债券余额
16 仁怀城投债/PR 仁怀债	2016-04-14	2023-04-14	0.2849	5.12	14.00	2.80
19 仁怀 01	2019-09-17	2024-09-18	0.7151+1	7.50	1.40	1.40
19 仁怀 03	2019-12-19	2024-12-20	0.9699+1	7.50	6.00	5.19
20 仁怀 01	2020-03-31	2025-03-31	1.2466+1	7.50	2.40	2.40
20 仁怀 03	2020-09-11	2025-09-14	1.7041+1	6.80	4.10	1.90
20 仁投 01	2020-07-08	2025-07-10	0.5233+2	6.80	8.50	7.65
21 仁投 01	2021-02-04	2026-02-05	1.0986+2	6.80	6.50	6.50
21 仁怀 01	2021-03-19	2026-03-19	2.2137+1	7.00	10.00	10.00
21 仁怀 02	2021-06-28	2026-06-28	1.4904+2	7.00	2.50	2.50
21 仁怀城投债/ 21 仁怀债	2021-10-29	2028-11-02	5.8384	6.80	9.50	9.50
21 仁怀 03	2021-12-06	2026-12-08	1.9370+2	6.80	1.37	1.37
22 仁怀城投债 01/22 仁投 01	2022-11-28	2029-11-29	6.9123	6.98	8.00	8.00
合计	--	--	--	--	74.27	59.21

资料来源：公司 2022 年审计报告、iFinD，中证鹏元整理

表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	1.20%-9.72%	73.35	12.12	5.30	6.17	49.76
债券融资	5.12%-7.50%	59.21	6.00	12.99	22.30	17.92
非标融资	5.40%-10.50%	12.19	7.65	1.30	0.60	2.64
合计	--	144.75	25.78	19.59	29.07	70.31

注：上表将其他非流动负债中实际债权人为银行的有息债务调整入银行借款；上述应付债券偿还未考虑行权情形，已考虑分期偿还本金的情况。

资料来源：公司提供

2022年末，公司经营性债务规模同比大幅上升。其中专项应付款全部系政府及相关部门的专项拨款，2022年末其余余额同比大幅增加51.22%，系建设资金拨款增加所致。同期末其他应付款同比大幅增加39.57%，主要系应付当地政府相关单位以及城投平台的往来款，其中账龄超过一年的其他应付款余额占比不低于45.48%。随着工程项目建设的推进，2022年末公司应付账款同比大幅增加，主要是对当地政府及施工单位的未结算款，其中账龄超过一年的应付账款余额占比不低于64.86%。公司合同负债仍为预售房款，2022年末账面价值同比略有下降。

表14 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
应付账款	4.43	1.80%	2.53	1.11%
合同负债	4.67	1.90%	5.31	2.32%
其他应付款	42.43	17.27%	30.40	13.28%
流动负债合计	58.27	23.72%	43.57	19.03%
长期借款	69.14	28.14%	67.40	29.44%
应付债券	59.21	24.10%	59.52	26.00%
长期应付款	3.32	1.35%	3.88	1.69%
专项应付款	44.00	17.91%	29.10	12.71%
其他非流动负债	11.73	4.78%	25.48	11.13%
非流动负债合计	187.41	76.28%	185.38	80.97%
负债合计	245.68	100.00%	228.95	100.00%
总债务	144.75	58.92%	156.29	68.26%
其中：短期债务	25.78	10.49%	35.44	15.48%
长期债务	118.97	48.42%	120.84	52.78%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末，公司经营性负债同比大幅上升推动资产负债率同比增加；随着债务到期偿还，公司短期债务规模同比下降，同期末公司现金短期债务比有所回升，考虑到2021-2022年公司现金类资产中分别包含质押定期存单13.83亿元、17.03亿元，剔除该部分后，2021-2022现金短期债务比分别为0.49、0.67，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较低。公司EBITDA对有息负债的利息偿付保障能力仍然较弱，公司偿债压力依然较大。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	57.93%	56.46%
现金短期债务比	1.33	0.88
EBITDA 利息保障倍数	0.18	0.18

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

公司合规经营及安全作业管理仍有提升空间

环境方面，根据公司提供的截至 2023 年 5 月 31 日的说明及公开信息查询，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放或废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的截至 2023 年 5 月 31 日的说明及公开信息查询，2022 年 8 月，公司项目建设中因为对危险边坡进行治理，未及时发现并消除安全隐患，被仁怀市住房和城乡建设局处以 5.00 万元罚款的行政处罚；2022 年 11 月，公司因项目建设中破坏土地、占用 2,209.76 平方米乔木林地，被仁怀市综合行政执法局处以限期恢复林地原状、罚款 3.31 万元的处罚。除前述情形外，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚；公司过去一年不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故中任一情形。

治理方面，公司产权结构清晰，仁怀市政府为其控股股东及实际控制人，并授权仁怀市国有资产监督管理委员会（以下简称“仁怀市国资委”或“市国资委”）代行出资人职责，负责委派和更换非由职工代表担任的董事、监事、总经理、副总经理及其他由市政府任免的公司高级管理人员，决定有关董事、监事的报酬事项；指定监事会主席，建议任免或选聘公司其他高级管理人员。公司按照相应法律法规及经营需要建立了较为完善的公司治理结构和治理制度，基本可满足其日常经营管理的需要。人员方面，根据仁怀市政府职务调整的通知，2022 年 6 月，推荐周祈飞为公司董事长人选，同年 7 月推荐吴晓华为公司副总经理。为强化董事会制衡约束，根据《中共中央办公厅国务院办公厅关于印发〈国企改革三年行动方案〉(2020-2022 年)的通知》中办发[2020]30 号)，仁怀市国资委制定了市管国有企业配备外部董事工作方案，其中在公司推行“3+4”模式配备外部董事，3 个内部董事为董事长、总经理、职工董事，4 个外部董事即配置 1 个专职外部董事、3 个兼职外部董事；专职外部董事建议在曾担任过市管一级公司领导班子或市国资委推荐到子公司任职的人员中选配，3 名兼职外部董事分别在一级公司班子成员中选配 1 名、市国资委推荐到子公司任职的人员中选配 1 名、律师事务所中选配 1 名。根据仁怀市国资委任免通知，2022 年 11 月公司董事发生变更，程云龙、陈林、向奎、袁超、杨林、杨大刚、胡军、袁勇不再担任董事职务，任命程云龙任专职外部董事，张涛、陈华模、王旭任兼职外部董事。外部董事的劳动人事关系、薪酬关系、党组织关系等仍由原任职企业管理，薪酬由原任职企业发放；所有外部董事均实行交叉任职；外部董事兼职不兼薪；在律师事务所中选配的董事，由市国资委适当发放工作补贴，列入财政预算。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 11 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2022 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 54.62 亿元，占同期末公司所有者权益的 30.61%，同比上升 8.14 个百分点，主要是新增；被担保方主要为地方国有企业，国有企业担保余额占比 94.93%。截至 2023 年 6 月 9 日，国有企业中仁怀酱酒（集团）有限责任公司、遵义道桥建设（集团）有限公司（以下

简称“道桥集团”)存在被执行人信息,两家被担保余额合计18.97亿元,其中道桥集团同时存在失信被执行信息。以上担保均未设置反担保措施,公司存在较大的或有负债风险。

表16 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保方	担保余额	担保到期日	企业性质	是否有反担保
遵义道桥建设(集团)有限公司	71,000.00	2025/3/31	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	69,750.00	2041/12/16	国有	否
仁怀市酿造未来投资建设经营发展有限公司	60,600.00	2027/3/29	国有	否
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	60,000.00	2024/6/28	国有	否
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	43,735.00	2032/6/16	国有	否
仁怀市交通建设投资开发有限公司	38,684.00	2035/6/22	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	27,353.54	2027/5/31	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	25,000.00	2037/12/19	国有	否
仁怀市南部新城建设投资开发有限责任公司	21,500.00	2026/12/25	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	20,511.19	2024/6/25	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	20,400.00	2031/12/27	国有	否
仁怀市红谷农业有限责任公司	15,000.00	2024/6/27	国有	否
贵州遵义茅台机场有限责任公司	12,750.00	2029/12/28	国有	否
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	10,000.00	2023/5/24	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	8,000.00	2032/11/15	国有	否
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	5,000.00	2023/5/30	国有	否
仁怀市水务净水有限责任公司	3,000.00	2024/3/17	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	2,123.07	2023/6/13	国有	否
仁怀市茅台文化旅游开发建设投资有限公司	1,767.77	2024/11/14	国有	否
仁怀市茅台文化旅游开发建设投资有限公司	1,350.13	2024/5/29	国有	否
仁怀市水务投资开发有限责任公司	1,000.00	2023/11/18	国有	否
贵州瑞华建筑工程有限公司	10,000.00	2024/2/7	民营	否
贵州凯富振商贸有限公司	810.00	2024/11/16	民营	否
贵州博蕴建筑装饰有限公司	810.00	2024/11/16	民营	否
贵阳大通建材有限公司	810.00	2024/8/28	民营	否
仁怀市叶青园林绿化工程有限公司	790.00	2023/1/27	民营	否
贵州省仁怀市宁兴农业科技发展有限公司	790.00	2023/1/26	民营	否
贵州仁怀南城建材有限公司	680.00	2024/1/4	民营	否
贵州城大建设工程有限公司	680.00	2023/10/7	民营	否
仁怀市新大地商品混凝土有限责任公司	680.00	2023/12/7	民营	否
贵州省仁怀市国诚道路综合服务有限公司	680.00	2023/12/5	民营	否
贵州广昊聚宇贸易有限公司	680.00	2023/12/7	民营	否
贵州昌胜邦力建材有限公司	680.00	2023/12/5	民营	否
仁怀市明兴水电安装有限公司	680.00	2023/12/6	民营	否

贵州省仁怀市忠特建材有限公司	680.00	2023/12/7	民营	否
贵州遵义亚诚建材有限公司	680.00	2023/8/7	民营	否
贵州雄安建材有限公司	680.00	2023/10/7	民营	否
贵州朗润实业有限公司	670.00	2024/11/16	民营	否
贵州浩润商贸有限公司	640.00	2023/12/5	民营	否
贵州丽豪熙建材有限公司	570.00	2024/11/16	民营	否
贵州采墨商贸有限公司	540.00	2024/11/28	民营	否
贵州鲁班建工（集团）有限公司	500.00	2023/1/27	民营	否
仁怀市协千劳务工程有限责任公司	490.00	2023/1/27	民营	否
贵州中曾乾元物资贸易有限责任公司	480.00	2023/12/5	民营	否
仁怀市特俐建材贸易有限公司	480.00	2023/1/25	民营	否
贵州鸿烨翔贸易有限公司	450.00	2024/11/16	民营	否
贵州鑫格伟扬贸易有限公司	450.00	2024/11/16	民营	否
六冶有限公司	375.00	2023/1/20	民营	否
贵州鸿鼎黔城劳务有限责任公司	375.00	2023/1/20	民营	否
贵州耘丰建设工程有限公司	375.00	2023/1/20	民营	否
仁怀市源迎建材贸易有限公司	300.00	2023/1/24	民营	否
贵州省仁怀市皋鑫劳务工程有限公司	200.00	2023/1/27	民营	否
合计	546,229.70			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是仁怀市政府下属重要企业，仁怀市政府直接持有公司98.27%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，仁怀市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与仁怀市政府的联系非常紧密。仁怀市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司所承担的重点市政工程项目的投资与建设、保障房建设等业务均来源于政府，近年受到政府支持的力度较大，预计未来政府与公司的关系将保持稳定。

（2）公司对仁怀市政府非常重要。公司最主要的目标为提供重点市政工程与保障房项目的建设，对政府基础设施建设方面贡献较大；公司虽不是当地最大最核心的城投公司，但作为已发债城投公司，其违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

仁怀市经济总量和增速在遵义市各区县内排名位居前列，近年区域经济保持增长，白酒产业表现突出，未来白酒产业将有较大发展机遇；近年来仁怀市财力保持增长，财政收入质量较好，财政自给程度较高。但需关注区域内平台较多，总债务负担较重，公司对外担保或面临代偿压力。

公司主要承担仁怀市重点市政工程项目的投资与建设、保障房建设等，近年来收入增长及毛利率表现较为稳定，但需关注公司回款压力。随着项目的持续投入，公司存货及应收款项大幅增长，同时用于融资的资产及未来收益权受限规模仍较大，资产流动性进一步减弱。项目投入同步推动经营性负债上升，公司有息债务虽有所降低，但规模仍处于较高水平，EBITDA对利息的保障能力仍较弱。

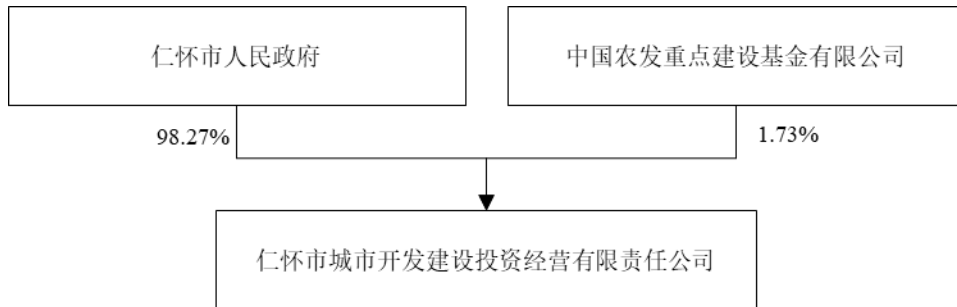
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“21仁怀债/21仁怀城投债”的信用等级为AA+。

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	24.64	22.07	18.98
其他应收款	42.88	47.54	44.39
存货	311.56	298.15	270.14
流动资产合计	411.31	397.67	356.14
固定资产	0.04	0.04	0.05
在建工程	0.00	0.00	15.60
非流动资产合计	12.83	7.86	16.51
资产总计	424.14	405.53	372.65
短期借款	0.80	0.00	2.84
应付账款	4.43	2.53	2.12
其他应付款	42.43	30.40	30.17
流动负债合计	58.27	43.57	45.81
长期借款	69.14	67.40	67.59
应付债券	59.21	59.52	42.32
长期应付款	3.32	3.88	5.12
专项应付款	44.00	29.10	19.45
非流动负债合计	187.41	185.38	151.68
负债合计	245.68	228.95	197.49
其中：短期债务	25.78	35.44	40.77
总债务	144.75	156.29	135.07
所有者权益	178.45	176.58	175.16
营业收入	16.10	16.00	15.02
营业利润	2.25	1.63	1.71
利润总额	2.15	1.64	1.71
经营活动产生的现金流量净额	8.20	11.31	5.03
投资活动产生的现金流量净额	0.27	-6.74	-8.06
筹资活动产生的现金流量净额	-9.35	-3.04	-13.91
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	12.25%	12.23%	10.66%
资产负债率	57.93%	56.46%	53.00%
短期债务/总债务	17.81%	22.68%	30.18%
现金短期债务比	1.33	0.88	0.51
EBITDA（亿元）	2.35	1.87	1.73
EBITDA 利息保障倍数	0.18	0.18	0.17

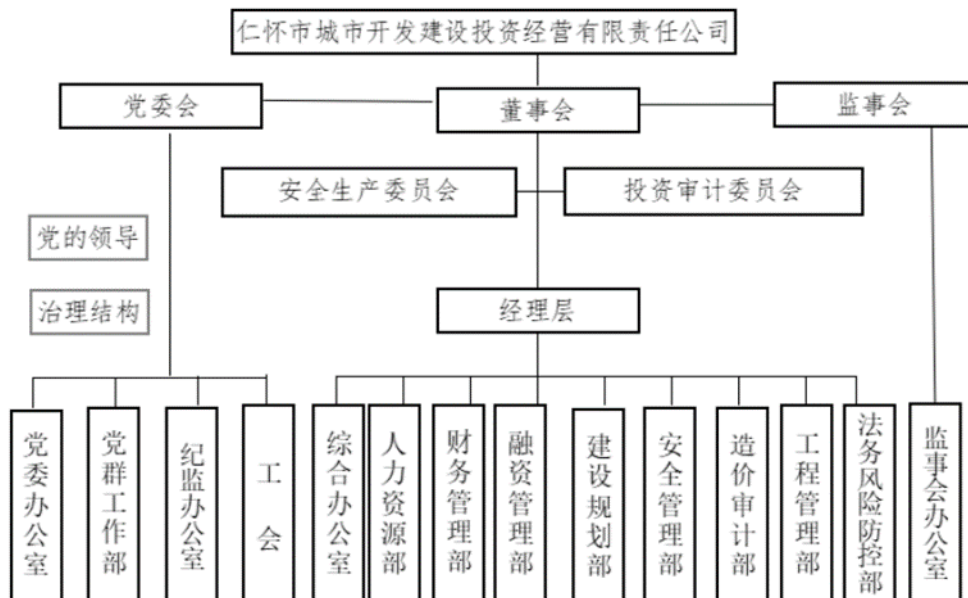
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
仁怀市城投置业投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	房地产
仁怀市城投资产管理有限公司	1,000.00	100.00%	投资管理
仁怀市城投商贸有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
仁怀城投中资智慧城市运营有限公司	1,000.00	51.00%	公共设施管理

资料来源：公司 2022 年审计报告、全国企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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

附录六 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。