

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】315号

五华县公共事业工程有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20五华公共债/20五华债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，同时维持“20五华公共债/20五华债”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年六月二十二日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与五华县公共事业工程有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月22日



五华县公共事业工程有限公司主体及 “20五华公共债/20五华债”2020年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | | 跟踪评级日期 | | 上次评级结果 | | 评级组长 | 小组成员 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|------------|-----------|-------|---|------------------|--------|-------|----------|------|--------|----|-----------------|------|--------|-------|-----|------|--------|-------|-----|--------|--------|-------|-----|-------|--------|-------|-----|--------|-------|------|-----|-------|-------|------|-----|--------|-------|------|----|-----------|-------|------|-----|----------|--------|-------|----|-----------|-------|------|----|------------|-------|------|----|------------------|-------|------|-----|--------|-------|------|-----|----|----|----|----|----|-----|-----|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|-----|-----|-----|----|----|----|----|----|----|-----------------|--|--|--|
| AA-/稳定 | | 2020/6/22 | | AA-/稳定 | | 齐剑初 | 董帆 李燕 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 债项信用 | | | | 评级模型 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | 1.基础评分模型 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>一级</th><th>二级指标</th><th>权重</th><th>得分</th><th>一级</th><th>二级指标</th><th>权重</th><th>得分</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>地区</td><td>区域层级</td><td>20.00%</td><td>11.20</td><td>企业</td><td>资产总额</td><td>36.00%</td><td>21.60</td></tr> <tr> <td>综合</td><td>GDP 总量</td><td>32.00%</td><td>14.72</td><td>经营</td><td>净资产总额</td><td>36.00%</td><td>21.60</td></tr> <tr> <td>实力</td><td>GDP 增速</td><td>4.00%</td><td>0.80</td><td>与</td><td>资产负债率</td><td>9.00%</td><td>9.00</td></tr> <tr> <td></td><td>人均 GDP</td><td>4.00%</td><td>1.04</td><td>财务</td><td>全部债务资本化比率</td><td>9.00%</td><td>9.00</td></tr> <tr> <td></td><td>一般公共预算收入</td><td>32.00%</td><td>10.24</td><td>实力</td><td>补助收入/利润总额</td><td>5.00%</td><td>3.00</td></tr> <tr> <td></td><td>一般公共预算收入增速</td><td>4.00%</td><td>2.80</td><td></td><td>(实收资本+资本公积)/资产总额</td><td>5.00%</td><td>3.00</td></tr> <tr> <td></td><td>上级补助收入</td><td>4.00%</td><td>2.64</td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table> | | | | 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 | 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 | 地区 | 区域层级 | 20.00% | 11.20 | 企业 | 资产总额 | 36.00% | 21.60 | 综合 | GDP 总量 | 32.00% | 14.72 | 经营 | 净资产总额 | 36.00% | 21.60 | 实力 | GDP 增速 | 4.00% | 0.80 | 与 | 资产负债率 | 9.00% | 9.00 | | 人均 GDP | 4.00% | 1.04 | 财务 | 全部债务资本化比率 | 9.00% | 9.00 | | 一般公共预算收入 | 32.00% | 10.24 | 实力 | 补助收入/利润总额 | 5.00% | 3.00 | | 一般公共预算收入增速 | 4.00% | 2.80 | | (实收资本+资本公积)/资产总额 | 5.00% | 3.00 | | 上级补助收入 | 4.00% | 2.64 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 | 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 地区 | 区域层级 | 20.00% | 11.20 | 企业 | 资产总额 | 36.00% | 21.60 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 综合 | GDP 总量 | 32.00% | 14.72 | 经营 | 净资产总额 | 36.00% | 21.60 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 实力 | GDP 增速 | 4.00% | 0.80 | 与 | 资产负债率 | 9.00% | 9.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 人均 GDP | 4.00% | 1.04 | 财务 | 全部债务资本化比率 | 9.00% | 9.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 一般公共预算收入 | 32.00% | 10.24 | 实力 | 补助收入/利润总额 | 5.00% | 3.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 一般公共预算收入增速 | 4.00% | 2.80 | | (实收资本+资本公积)/资产总额 | 5.00% | 3.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 上级补助收入 | 4.00% | 2.64 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | 2.二维矩阵映射 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th rowspan="2">维度</th><th colspan="9">地区综合实力</th></tr> <tr> <th>1 档</th><th>2 档</th><th>3 档</th><th>4 档</th><th>5 档</th><th>6 档</th><th>7 档</th><th>8 档</th><th>9 档</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>企业</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td></tr> <tr> <td>经营</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td></tr> <tr> <td>与</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr> <td>5 档</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr> <td>财务</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr> <td>实力</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr> <td>8 档</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr> <td>9 档</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td><td>A+</td><td>A+</td><td>A+</td><td>A+</td><td>A+</td></tr> </tbody> </table> | | | | 维度 | 地区综合实力 | | | | | | | | | 1 档 | 2 档 | 3 档 | 4 档 | 5 档 | 6 档 | 7 档 | 8 档 | 9 档 | 企业 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | 经营 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | 与 | AA+ | AA+ | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | A+ | 5 档 | AA+ | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | 财务 | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | 实力 | AA | AA | AA | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+ | 8 档 | AA | AA- | A+ | 9 档 | AA- | AA- | AA- | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | 3.评级调整因素 | | | |
| 维度 | 地区综合实力 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 1 档 | 2 档 | 3 档 | 4 档 | 5 档 | 6 档 | 7 档 | 8 档 | 9 档 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 企业 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 经营 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 与 | AA+ | AA+ | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 档 | AA+ | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 财务 | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 实力 | AA | AA | AA | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8 档 | AA | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9 档 | AA- | AA- | AA- | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>基础模型参考等级</th><th>AA-</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>评级调整因素</td><td>无</td></tr> </tbody> </table> | | | | 基础模型参考等级 | AA- | 评级调整因素 | 无 | 4.主体信用等级 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 基础模型参考等级 | AA- | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 评级调整因素 | 无 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <small>注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。</small> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，公司业务仍具有较强的区域专营性，继续得到实际控制人及相关各方的一定支持。同时，东方金诚关注到，五华县财政自给水平仍较低；公司资产流动性仍较差，仍面临一定资本支出压力。广东省融资再担保有限公司对本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有极强的增信作用。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“20 五华公共债/20 五华债”的信用等级为 AAA。

同业对比

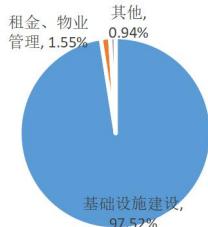
| 项目 | 五华县公共事业工程有限公司 | 兴宁市永业基础设施建设投资有限公司 | 安化县梅山城投集团有限公司 | 宁明惠宁建设投资有限责任公司 | 邵武市城建国有资产投资营运有限公司 |
|---------------|---------------|-------------------|---------------|----------------|-------------------|
| 地区 | 梅州市五华县 | 梅州市兴宁市 | 益阳市安化县 | 崇左市宁明县 | 南平市邵武市 |
| GDP (亿元) | 156 | 183 | 232 | 91 | 244 |
| GDP 增速 (%) | 3.4 | 3.2 | 6.7 | 8.5 | 5.2 |
| 人均 GDP (元) | 14253 | 18474 | 26986 | 25849 | 88018 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 10.04 | 10.22 | 8.50 | 5.02 | 18.85 |
| 一般公共预算支出 (亿元) | 80.29 | 68.92 | 64.32 | 35.33 | 29.29 |
| 资产总额 (亿元) | 65.20 | 62.53 | 102.90 | 65.74 | 69.18 |
| 所有者权益 (亿元) | 36.28 | 40.45 | 43.83 | 45.81 | 38.09 |
| 营业收入 (亿元) | 5.97 | 4.94 | 2.26 | 5.32 | 3.43 |
| 利润总额 (亿元) | 0.74 | 1.20 | 0.75 | 1.40 | 0.77 |
| 资产负债率 (%) | 44.35 | 35.31 | 57.41 | 30.31 | 44.94 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 36.54 | 24.32 | 40.95 | 23.11 | 40.18 |

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年。

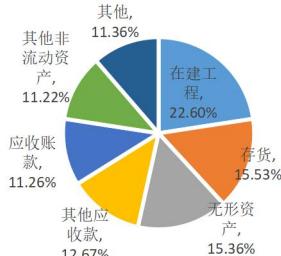
数据来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

主要指标及依据

2019年公司营业收入构成



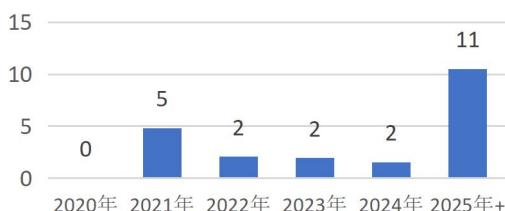
2019年末公司资产构成



公司财务指标(单位:亿元、%)

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 资产总额 | 48.61 | 55.66 | 65.20 |
| 所有者权益 | 23.74 | 29.46 | 36.28 |
| 营业收入 | 5.02 | 5.16 | 5.97 |
| 利润总额 | 0.92 | 0.76 | 0.74 |
| 全部债务 | 19.37 | 21.67 | 20.90 |
| 资产负债率 | 51.16 | 47.07 | 44.35 |
| 全部债务资本化比率 | 44.93 | 42.38 | 36.54 |

2019年末公司全部债务到期结构(单位:亿元)



地区经济及财政(单位:亿元、%)

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|------------|--------|-------|-------|
| 地区 | 梅州市五华县 | | |
| GDP 总量 | 151.6 | 153.3 | 155.7 |
| GDP 增速 | 6.4 | 3.1 | 3.4 |
| 人均 GDP (元) | 13927 | 14051 | 14253 |
| 一般公共预算收入 | 8.16 | 9.02 | 10.04 |
| 一般公共预算收入增速 | 18.3 | 10.5 | 11.34 |
| 上级补助收入 | 52.10 | 61.97 | 69.65 |

优势

- 跟踪期内，梅州市及五华县经济保持增长，经济实力较强；
- 公司作为梅州市五华县重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设及安置房建设业务仍具有较强的区域专营性；
- 公司在资本金注入、政府补助等方面继续得到实际控制人及相关各方的一定支持；
- 广东省融资再担保有限公司综合财务实力极强，对本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有极强的增信作用。

关注

- 梅州市及五华县财政自给水平仍较低；
- 跟踪期内，公司资产以变现能力较弱的存货和其他应收款为主，资产流动性仍较差；
- 公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临一定资本支出压力。

评级展望

公司基础设施和安置房建设等业务区域专营性很强，能够得到股东及相关各方的持续有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》

历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法及模型 | 评级报告 |
|--------|-----------------------|-----------|----------|---------------------------|----------------------|
| AA-/稳定 | AAA (20 五华公共债/20 五华债) | 2019/8/29 | 赵迪 兰雅 董帆 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015年）》 | 阅读原文 |

本次跟踪相关债项情况

| 债项简称 | 上次评级日期 | 发行金额（亿元） | 存续期 | 增信措施 | 增信方/主体信用等级 /评级展望 |
|-------------------|-----------|----------|---------------------|------|---------------------|
| 20五华公共债/20 五华债 | 2019/8/29 | 5.00 | 2020/4/13~2027/4/13 | 保证担保 | 广东省融资再担保有限公司/AAA/稳定 |

跟踪评级说明

根据相关监管要求及“2020年五华县公共事业工程有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”或“20五华公共债/20五华债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于五华县公共事业工程有限公司（以下简称“五华公共”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

五华公共是2013年5月由五华县财政局出资设立的国有独资公司。截至2019年末，公司注册资本和实收资本仍为6000.00万元；五华县财政局持有公司100.00%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为梅州市五华县重要的基础设施建设主体，继续从事五华县基础设施建设、安置房建设和工业园标准厂房建设等业务。

截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司共4家，与2018年末相比无变化。

债券本息兑付及募集资金使用情况

五华公开发行的“20五华公共债/20五华债”为5.00亿元7年期的附息式固定利率公司债券。本期债券的起息日为2020年4月13日，到期日为2027年4月13日，每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，“20五华公共债/20五华债”尚未开始偿还本金，债券余额为5.00亿元。

广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金中3.00亿元拟用于五华县琴江新城棚户区改造安置区（一期）建设工程项目建设（以下简称“本期债券募投项目”），2.00亿元拟用于补充公司流动资金。本期债券募投项目计划总投资23.00亿元，拟使用募集资金金额占项目总投资额的比例为13.04%。截至2020年5月末，本期债券募集资金尚未用于投资于募投项目。

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不能满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1.梅州市

2019年，梅州市地区经济保持增长，经济实力较强

2019年，梅州市实现地区生产总值1187.06亿元，同比增长3.4%，增速较上年增加1个百分点；经济总量在广东省21个地级市中处于下游水平。同期，梅州市固定资产投资同比增长4.0%，社会消费品零售总额同比增长6.7%，外贸进出口总额同比降低10.80%。

图表1 梅州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|-------------|------------------|-------|------------------|------|------------------|-------|
| | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 |
| 地区生产总值 | 1125.8 | 6.8 | 1110.2 | 2.4 | 1187.1 | 3.4 |
| 人均地区生产总值(元) | 25777 | 6.3 | 25367 | 2.1 | 27096 | 3.3 |
| 规模以上工业增加值 | 204.4 | 1.4 | 193.1 | 1.3 | - | 1.7 |
| 三次产业结构 | 18.5: 34.3: 47.2 | | 17.7: 32.1: 50.2 | | 18.5: 31.2: 50.3 | |
| 固定资产投资 | 806.8 | 24.0 | - | -1.5 | - | 4.0 |
| 社会消费品零售总额 | 677.6 | 9.3 | 726.5 | 8.7 | 775.1 | 6.7 |
| 进出口总额 | 132.7 | -13.4 | 135.2 | 1.9 | 120.6 | -10.8 |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

梅州市农业基础较好，跟踪期内，梅州市强力实施乡村振兴战略，新增1个国家级和7个省级现代农业产业园，新增1家国家级和24家省级农业龙头企业；2019年梅州市第一产业增加值219.03亿元，较2018年增长4.1%。

梅州市2019年规模以上工业增加值同比增长1.7%，其中食品饮料、建筑材料、纺织服装等优势传统产业增加值增长3.5%，高技术制造业增加值下降0.6%，先进制造业增加值下降5.0%。在广州对口帮扶政策下，梅州市承接产业转移，广州万宝、广州轻工、广汽核心部件等一批项目投产；兴宁互联网产业园、飞翔云计算基地等启动建设。

跟踪期内，梅州市第三产业在地区经济总量中占比略有提高，商贸物流业、旅游业等对第三产业贡献较大。2019年，梅州市电商交易额、快递业务收入分别增长13.0%和10.5%。同期，梅州市旅游接待总人数4990.12万人次，同比增长7.8%；国内外旅游总收入550.02亿元，同比增长9.1%。

2.五华县

五华县经济保持增长，经济实力仍较强

2019年，五华县实现地区生产总值155.67亿元，同比增长3.4%，增速较2018年上升0.3个百分点。同期，五华县三次产业结构为22.0:22.6:55.4，第一、二产业占比分别提升2.2和0.5个百分点，第三产业占比降低2.7个百分点。2019年，五华县固定资产投资同比增长17.9%，社会消费品零售总额同比增长9.6%，外贸进出口总额同比降低22.5%。

工业方面，2019年，五华县全部工业总产值67.05亿元，工业增加值13.79亿元，增长5.1%。其中，规模以上工业企业39家，实现总产值28.34亿元，增长19.5%，实现增加值5.29亿元，增长4.1%。

2019年，五华县商贸物流、旅游发展较好，持续带动第三产业发展。截至2019年末，五华县建成镇、村电商服务中心（站点）300多个，镇域电商服务中心覆盖率达100%；2019年，实现网上交易14.98亿元，较上年增长106.62%。五华县全力加快构建“五华生态文化旅游产业带”，致力打造全域旅游新业态，2019年共接待游客813万人次，比上年增长14.55%，全县旅游业总收入达59.2亿元，比上年增长16.1%。

财政状况

梅州市

2019年，梅州市一般公共预算收入有所下降，财政自给水平仍较低

2019年，梅州市实现一般公共预算收入91.58亿元，同比下降5.67%，受减税降费等因素影响有所下降；其中，税收收入为60.58亿元，占比为66.15%。同期，梅州市实现政府性基金收入79.33亿元，同比增长29.50%。2019年梅州市上级补助收入为351.99亿元¹，上级补助收入仍是梅州市财政收入的主要来源。

2019年，梅州市一般公共预算支出为443.57亿元，同比下降0.44%；政府性基金支出为111.92亿元。同期，梅州市地方财政自给率²为20.65%，财政自给程度较低。

截至2019年末，梅州市地方政府债务余额为311.7亿元。

五华县

2019年，五华县一般公共预算收入有所增长，但财政自给率仍较低

2019年，五华县实现一般公共预算收入10.04亿元，同比增长11.31%；其中税收收入7.07亿元，同比上升7.61%。同期，五华县实现政府性基金收入10.08亿元，较上年减少11.81%。同期，五华县上级补助收入为69.65亿元，上级补助收入仍是财政收入的主要来源。

支出方面，同期，五华县一般公共预算支出为80.29亿元，同比增长5.95%；政府性基金支出为17.64亿元，同比增长69.62%。2019年，五华县地方财政自给率为12.50%，较2018年小幅上升，但财政自给程度仍很低。

截至2019年末，五华县地方政府债务余额为32.52亿元。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来自于基础设施建设业务，综合毛利率有所下降

2019年以来，公司仍主要从事五华县范围内的基础设施建设、安置房建设、标准厂房建设等业务。

2019年，公司实现营业收入5.97亿元，仍主要来自基础设施建设业务。公司其他收入主要来自于工业园厂房租金收入、安置房物业管理收入及园区企业的供电收入，规模较小。2019年，公司毛利润为0.71亿元，同比上升19.10%，主要来自于基础设施建设业务；综合毛利率为11.87%，较2018年上升0.36个百分点。

¹ 2019年，梅州市上级补助收入由一般公共预算支出与一般公共预算收入之差进行模拟计算。

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 基础设施建设 | 49462.04 | 98.62 | 50805.76 | 98.39 | 58182.82 | 97.52 |
| 租金、物业管理 | 690.41 | 1.38 | 756.30 | 1.46 | 923.73 | 1.55 |
| 其他 | - | - | 74.83 | 0.14 | 557.89 | 0.94 |
| 营业收入合计 | 50152.45 | 100.00 | 51636.89 | 100.00 | 59664.43 | 100.00 |
| 基础设施建设 | 5243.20 | 88.43 | 5195.71 | 87.40 | 5976.46 | 84.42 |
| 租金、物业管理 | 686.06 | 11.57 | 711.54 | 11.97 | 919.71 | 12.99 |
| 其他 | - | - | 37.27 | 0.63 | 183.61 | 2.59 |
| 毛利润合计 | 5929.26 | | 5944.53 | | 7079.77 | |
| 基础设施建设 | | 10.60 | | 10.23 | | 10.27 |
| 租金、物业管理 | | 99.37 | | 94.08 | | 99.56 |
| 其他 | | - | | 49.81 | | 32.91 |
| 综合毛利率 | | 11.82 | | 11.51 | | 11.87 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍具有较强的区域专营性，在建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力

跟踪期内，公司继续从事五华县范围内基础设施建设业务，该业务仍具有较强的区域专营性，业务模式主要为委托代建模式，未发生重大变化。2019年，公司已完工项目包括丰县盐电路建设工程、丰县柳毅路建设工程等。2019年，公司基础设施建设业务收入主要来自于五华县足球文化公园体育场馆（第一期）、广东五华经济开发区红木产业园一期/二期市政工程建设项目建设及县城工业园十五条道路附属工程等项目。

截至2019年末，公司重点在建基础设施项目计划总投资合计45.98亿元，已投资20.41亿元，尚需投资26.32亿元。

图表3 截至2019年末公司重点在建基础设施项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 计划总投资 | 累计投资 | 尚需投资 |
|---|--------------|--------------|--------------|
| 华城镇新型城镇市政配套建设工程（第一期） | 11.80 | 0.65 | 11.15 |
| 五华县河东工业区畲华高速以东、规划一横路以北企业用地板块配套工程(政府采购) | 2.75 | 0.24 | 2.51 |
| 五华县河东工业区沙渴安置区及周边基础配套工程勘察设计、设备采购及施工总承（EPC） | 3.42 | 1.00 | 2.42 |
| 布新南路建设工程 | 2.35 | 0.85 | 1.50 |
| 五华县琴江新城综合管廊控制服务中心（一期）工程 | 2.53 | 1.11 | 1.42 |
| 村村通水利工程 | 6.66 | 5.33 | 1.33 |
| 五华县河东工业园综合服务区宿舍建设工程项目 | 1.83 | 0.51 | 1.32 |
| 休闲小镇工程 | 3.88 | 2.91 | 0.96 |
| 安置区（大岭、黄井第一第二、馒头岭第三）市政配套及周边工程 | 0.80 | 0.08 | 0.72 |
| 五华县琴江新城汽车站周边部分道路和周边板块土石方工程安置区 | 0.72 | 0.02 | 0.70 |
| 开发区罗湖安置区（工业大道西侧和进城大道北侧）及周边设施工程 | 2.22 | 2.21 | 0.01 |
| 其他21项工程 | 7.04 | 5.50 | 2.29 |
| 合计 | 45.98 | 20.41 | 26.32 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，公司暂无拟建基础设施项目。综合看来，公司在建基础设施建设项目投资额规模较大，面临一定资本支出压力。

安置房建设

公司安置房建设业务仍具有很强的区域专营性，在建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力

跟踪期内，公司仍承担五华县范围内安置房项目的建设，业务具有很强的区域专营性。项目建设资金来源于公司自筹，建设完成后由公司以政府指定的价格向安置户进行销售，业务模式未发生重大变化。跟踪期内，由于公司安置房项目均处于在建期，尚未形成收入。

截至2019年末，公司在建安置房项目为本期债券募投项目，包括黄井安置区、河尾安置区及协和安置区三个子项目，计划总投资合计23.00亿元，累计投资5.20亿元，尚需投资17.80亿元。公司在建安置房改造项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。

图表4 截至2019年末公司主要安置房建设项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目 | 总投资 | 已完成投资 | 尚需投资 | 建筑面积 | 建设进度 | 安置户数(套) |
|-----------|--------------|-------------|--------------|--------------|-----------|-------------|
| 黄井安置区 | 8.79 | 4.14 | 4.65 | 16.88 | 2018年9月开工 | 628 |
| 河尾安置区 | 7.80 | 0.68 | 7.12 | 14.98 | 2019年2月开工 | 608 |
| 协和安置区 | 6.41 | 0.38 | 6.03 | 12.30 | 2019年6月开工 | 555 |
| 合计 | 23.00 | 5.20 | 17.80 | 44.16 | - | 1791 |

资料来源：公司提供东方金诚整理

标准厂房建设

公司标准厂房业务收入规模仍较小，在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

跟踪期内，公司仍承担五华县经济开发区、河东工业区、华城工业区和安流工业区等区域的标准厂房建设任务。该业务模式为公司自筹资金建设，建成后对外出租和出售形成收入，业务模式未发生变化。2019年，公司实现标准厂房出租收入788.28万元，较2018年增长4.23%。

截至2019年末，公司在建的标准化厂房项目主要为五华县河东工业园标准厂房建设项目，项目总投资18.53亿元，已完成投资2.60亿元，尚需投资15.93亿元，面临较大的资本支出压力。

图表5 截至2019年末公司在建标准化厂房项目（单位：万元、万平方米）

| 项目 | 总投资 | 已完成投资 | 尚需投资 | 建筑面积 |
|-----------------------|------------------|-----------------|------------------|--------------|
| 五华县河东工业园标准厂房建设项目（第一期） | 94871.62 | 17579.11 | 77292.51 | 16.81 |
| 五华县河东工业园标准厂房建设项目（第二期） | 90416.77 | 8438.90 | 81977.87 | 17.77 |
| 合计 | 185288.39 | 26018.01 | 159270.38 | 34.58 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

公司在资本金注入、政府补助等方面继续得到实际控制人及相关各方一定支持。2019年，政府向公司注入资本金6.10亿元。同期，公司获得政府补助0.50亿元，较上年有所下降。考虑到公司未来将继续保持基础设施建设领域的专营地位，预计实际控制人及相关各方仍将对公司提供一定力度的支持。

企业管理

截至2019年末，公司注册资本和实收资本仍为6000.00万元；五华县财政局持有公司100.00%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及内部组织架构均无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年

合并财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 21 家，较 2018 年末增加 5 家；其中一级子公司 4 家，二级子公司 17 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性仍较差

2019 年末，公司资产总额为 65.20 亿元，较 2018 年末上升 14.13%。资产结构方面，公司非流动资产占资产总额的比重为 51.88%，较 2018 年上升 4.32 个百分点。

图表 6 公司资产构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额 | 48.61 | 55.66 | 65.20 |
| 流动资产 | 34.03 | 29.19 | 31.38 |
| 存货 | 4.99 | 7.59 | 10.13 |
| 其他应收款 | 11.26 | 4.65 | 8.26 |
| 应收账款 | 3.12 | 5.13 | 7.34 |
| 货币资金 | 10.02 | 8.14 | 4.84 |
| 非流动资产 | 14.58 | 26.47 | 33.82 |
| 在建工程 | 1.49 | 9.29 | 14.73 |
| 无形资产 | 10.57 | 10.29 | 10.02 |
| 其他非流动资产 | 1.96 | 5.62 | 7.32 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司流动资产保持稳定，仍主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。2019 年末，公司存货同比增长 33.47%，仍主要为基础设施建设安置房项目开发成本。其他应收款同比上升 77.63%，主要为与其他公司的往来款等，账龄大多为 2 年以内，前五大应收方应收金额合计占比达到 80.19%¹。同期末，应收账款较 2018 年末同比上升 43.08%，主要为应收广东五华经济开发区管理委员会、五华县体育局等政府相关部门的项目工程款。同期末，公司货币资金较 2018 年末减少 3.3 亿元，以银行存款为主，其中 0.78 亿元为受限货币资金。

公司非流动资产主要由在建工程、无形资产、其他非流动资产等构成。2019 年末，公司在建工程同比增加 5.44 亿元，主要为村村通水利工程、休闲小镇工程等项目，随着项目投资额不断增加，在建工程大幅增长。同期末，无形资产总额与 2018 年末基本持平，仍由土地使用权、特许经营权及外购软件构成，主要为土地使用权 9.98 亿元。同期末，公司其他非流动资产主要由项目投资款 3.11 亿元、预付股权收购款 3.26 亿元等构成，其中，项目投资款主要系对五华县晋建建设投资有限公司、五华县恒建投资管理有限公司等项目公司的投资款中大于按持股比例缴纳注册资本的部分，股权收购款为对五华新明达科技有限公司的投资款。

截至 2019 年末，公司受限资产为 9.59 亿元，包括受限的定期存单 0.78 亿元和土地使用权

¹ 前五大应收方为五华县水利水电管理中心、五华县恒基建设投资有限公司、五华县水寨镇人民政府、五华新明达科技有限公司、广东启辰云数据存储有限公司，其中五华县恒基建设投资有限公司、五华新明达科技有限公司为公司关联方。

8.81亿元，占资产总额的比例为19.73%。

资本结构

跟踪期内，得益于政府注资，公司所有者权益有所增加

2019年末，公司所有者权益为36.28亿元，同比增加6.82亿元。其中，实收资本仍为0.60亿元，较2018年末未发生变化；资本公积为32.89亿元，较2018年末增长6.10亿元，主要为政府注入的资本金；未分配利润和少数股东权益较2018年末略有增长。

2019年末，公司全部债务及债务率略有下降，仍以长期有息债务为主

2019年末，公司负债总额较2018年末增长10.35%，负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比例为72.39%。

流动负债方面，2019年末，公司流动负债主要由其他应付款、应付账款、应交税费构成。其他应付款仍为与五华县范围内政府部门及其他国有企业的往来款，应付账款均为应付工程款。

非流动负债方面，2019年末，公司非流动负债为20.93亿元，同比降低3.41%，主要为长期借款20.90亿元。

图表7 公司负债构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 |
|-------|--------|--------|--------|
| 负债总额 | 24.87 | 26.20 | 28.92 |
| 流动负债 | 5.50 | 4.53 | 7.98 |
| 其他应付款 | 5.17 | 3.64 | 6.84 |
| 应付账款 | 0.11 | 0.52 | 0.64 |
| 应交税费 | 0.22 | 0.37 | 0.50 |
| 非流动负债 | 19.37 | 21.67 | 20.93 |
| 长期借款 | 19.37 | 21.67 | 20.90 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

2019年末，公司全部债务为20.90亿元，较2018年末下降3.57%，全部为长期有息债务。同期末，公司资产负债率为44.35%，全部债务资本化比率为36.54%，较2018年末分别下降2.72个和5.84个百分点。从公司债务期限结构来看，以公司现有债务为基础，公司在2020年~2024年到期需偿还的债务分别为0.00亿元、4.82亿元、2.07亿元、1.95亿元和1.53亿元，债务集中度尚可。

图表8 公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 全部债务 | 19.37 | 21.67 | 20.90 |
| 其中：长期有息债务 | 19.37 | 21.67 | 20.90 |
| 短期有息债务 | - | - | - |
| 资产负债率 | 51.16 | 47.07 | 44.35 |
| 全部债务资本化比率 | 44.93 | 42.38 | 36.54 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

2019年末，公司对外担保余额为4.23亿元，担保比率为11.66%，较2018年末上升0.65

个百分点，被担保对象仍主要为五华县学校、医院等事业单位。

盈利能力

2019年，公司营业收入有所增长，利润总额对政府补助存在一定依赖，盈利能力仍较弱

2019年，公司营业收入为5.97亿元，同比增长15.70%；营业利润率为11.41%，同比上升0.41个百分点。同期，公司期间费用为0.37亿元，占营业收入的比例为6.22%，较2018年下降1.25个百分点。

公司利润总额对政府补助仍存在一定依赖。2019年，公司利润总额为0.74亿元，其中收到政府补助为0.50亿元，占利润总额的比例为67.19%。公司总资本收益率和净资产收益率均较低，盈利能力仍较弱。

图表9 公司盈利能力主要指标（亿元、%）

| 科目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5.02 | 5.16 | 5.97 |
| 营业利润率 | 11.29 | 11.00 | 11.41 |
| 期间费用 | 0.24 | 0.39 | 0.37 |
| 利润总额 | 0.92 | 0.76 | 0.74 |
| 其中：财政补贴 | 0.58 | 0.53 | 0.50 |
| 总资本收益率 | 1.93 | 1.34 | 1.20 |
| 净资产收益率 | 3.50 | 2.33 | 1.88 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

2019年，公司主营业务获现能力较弱，筹资前现金流持续净流出，所需现金主要依靠筹资活动满足

2019年，公司经营性现金流由负转正，现金收入比为54.70%，较上年下降22.24个百分点，主营业务收现能力进一步下降。2019年，公司投资性现金流为-10.30亿元，净流出规模大幅提高主要系预付股权收购款及支付企业间拆借资金所致。2019年，公司筹资活动产生的净现金流为6.29亿元，同比增长1.47亿元。考虑公司在建拟建项目投资规模较大，资本支出压力较大，公司未来仍面临一定的筹资压力。

图表 10 公司现金流构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务的保障程度较弱，但公司作为五华县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的专营性，得到了股东及相关各方的一定支持，综合偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标来看，2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率有所下降，流动资产对流动负债的保障能力一般；2019 年，经营现金流动负债比由负转正但仍较低，对流动负债的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，2019 年末，公司长期债务资本化比率为 36.54%，同比下降 5.84 个百分点；2019 年，全部债务/EBITDA 为 17.76 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。

图表 11 公司偿债能力指标（%、倍）

| 科目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-------------|---------|--------|--------|
| 流动比率 | 618.64 | 644.05 | 393.01 |
| 速动比率 | 527.94 | 476.60 | 266.18 |
| 现金比率 | 182.12 | 179.66 | 60.66 |
| 经营现金流动负债比 | -117.12 | -38.78 | 8.14 |
| 长期债务资本化比率 | 44.93 | 42.38 | 36.54 |
| 全部债务/EBITDA | 16.05 | 18.22 | 17.76 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司作为五华县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的专营性，经营和发展获得了股东及相关各方的一定支持，综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA- 的区县级城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与行业对比组企业相比，公司所在地区的 GDP、GDP 增速、一般公共预算收入均位于中游水平，人均 GDP 偏低，一般公共预算支出较高。

公司资产总额位于中游水平，营业收入规模最高，所有者权益、利润总额较低，债务率处

于中等水平。

图表 12 同业对比情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 五华公共 | 兴宁市永业基础设施建设投资有限公司 | 安化县梅山城投集团有限公司 | 宁明惠宁建设投资有限责任公司 | 邵武市城建国有资产投资营运有限公司 |
|------------|--------|-------------------|---------------|----------------|-------------------|
| 地区 | 梅州市五华县 | 梅州市兴宁市 | 益阳市安化县 | 崇左市宁明县 | 南平市邵武市 |
| GDP | 156 | 183 | 232 | 91 | 244 |
| GDP 增速 | 3.4 | 3.2 | 6.7 | 8.5 | 5.2 |
| 人均 GDP (元) | 14253 | 18474 | 26986 | 25849 | 88018 |
| 一般公共预算收入 | 10.04 | 10.22 | 8.50 | 5.02 | 18.85 |
| 一般公共预算支出 | 80.29 | 68.92 | 64.32 | 35.33 | 29.29 |
| 资产总额 | 65.20 | 62.53 | 102.90 | 65.74 | 69.18 |
| 所有者权益 | 36.28 | 40.45 | 43.83 | 45.81 | 38.09 |
| 营业收入 | 5.97 | 4.94 | 2.26 | 5.32 | 3.43 |
| 利润总额 | 0.74 | 1.20 | 0.75 | 1.40 | 0.77 |
| 资产负债率 | 44.35 | 35.31 | 57.41 | 30.31 | 44.94 |
| 全部债务化资本比率 | 36.54 | 24.32 | 40.95 | 23.11 | 40.18 |

数据来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2020 年 2 月 17 日，公司本部贷款中无不良和违约类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债务融资工具尚未到还本付息日。

抗风险能力

基于对梅州市及五华县地区经济和财政实力、股东及相关方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

广东再担保综合财务实力极强，对本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有极强的增信作用

广东再担保对本期债券本息如期足额兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

广东再担保的前身为成立于 2009 年 2 月的广东省中小企业信用再担保有限公司，系由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府出资成立的、广东省唯一的省级再担保机构。2011 年 3 月，广东再担保更为现名。经多次增资，截至 2019 年末，广东再担保注册资本和实收资本均为 60.60 亿元，粤财控股是广东再担保唯一股东。

广东再担保营业收入主要来自于直接担保业务和资金收益。2019 年，广东再担保直接担保

业务新增担保额 183.93 亿元，解除担保额 73.69 亿元，同比分别增长 141.95% 和下降 10.66%，担保费收入 2.32 亿元，同比增长 48.72%。同时，由于投资结构调整，广东再担保委托贷款和债权投资有所压缩，银行理财大幅增加，2019 年投资收益为 0.94 亿元，同比下降 0.71 亿元。

2019 年以来，广东再担保再担保业务无新增代偿。截至 2019 年末，广东再担保再担保业务放大倍数为 1.09 倍，累计代偿率为 0.06%，业务风险整体可控。广东再担保直接担保业务以债券担保和金融投资工具担保为主，2019 年末，广东再担保担保的公募债券共计 24 笔，担保余额合计 98.71 亿元，涉及 21 家客户，包括 AA+ 级客户 1 家，AA 级客户 13 家，AA- 级客户 7 家，客户群体主要为广东省国有企业和上市公司。2019 年，广东再担保当期担保代偿率为 0.00%，累计担保代偿率为 1.37%，累计代偿回收率为 16.22%，整体来看直接担保业务风险控制较好。

截至 2019 年末，广东再担保总资产规模为 88.11 亿元，净资产 72.39 亿元，融资担保责任余额 167.44 亿元，融资性担保放大倍数 2.31 倍。2019 年，广东再担保实现营业收入 4.56 亿元，净利润 1.92 亿元，净资产收益率 2.66%。

广东省综合经济实力雄厚，第三产业占据重要地位，为广东再担保开展业务营造了良好的外部环境。作为广东省唯一省级再担保机构，广东再担保再担保业务规模稳步提升，再担保业务开展良好。广东再担保承担建设全省政府性担保体系的职责，在业务协同、资本补充等方面得到了广东省政府的大力支持。公司资本实力很强，且高流动性资产占比高，对其代偿能力形成很强保障。

同时，东方金诚也关注到，广东再担保大额直保项目占比较高，不利于信用风险分散；且受新冠肺炎疫情及宏观经济下滑等因素影响，2019 年以来广东再担保部分融资性担保业务客户盈利下滑，后续需持续关注担保客户经营风险。

综上所述，东方金诚维持广东再担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；广东再担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有极强的增信作用。

结论

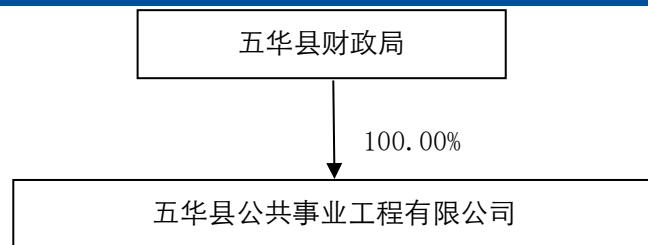
东方金诚认为，跟踪期内，梅州市及五华县经济保持增长，经济实力较强；公司作为梅州市五华县重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设及安置房建设业务仍具有较强的区域专营性；公司在资本金注入、政府补助等方面继续得到实际控制人及相关各方的一定支持；广东再担保综合财务实力极强，对本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有极强的增信作用。

同时东方金诚也关注到，梅州市及五华县财政自给水平仍较低；公司资产以变现能力较弱的存货和其他应收款为主，资产流动性仍较差；公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临一定资本支出压力。

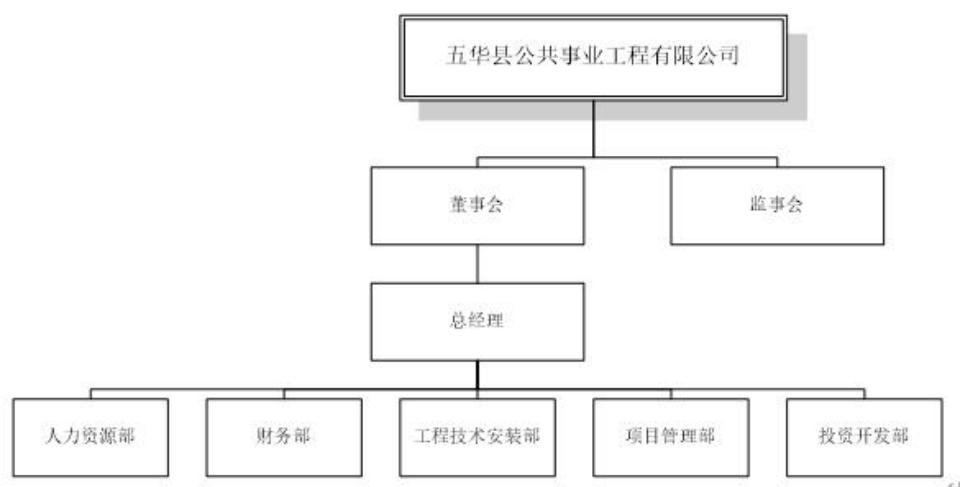
综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“20 五华公共债/20 五华债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称 | 2017年（末） | 2018年（末） | 2019年（末） |
|----------------------|----------|----------|----------|
| 主要财务数据（单位：亿元） | | | |
| 资产总额 | 48.61 | 55.66 | 65.20 |
| 在建工程 | 1.49 | 9.29 | 14.73 |
| 存货 | 4.99 | 7.59 | 10.13 |
| 无形资产 | 10.57 | 10.29 | 10.02 |
| 其他应收款 | 11.26 | 4.65 | 8.26 |
| 应收账款 | 3.12 | 5.13 | 7.34 |
| 负债总额 | 24.87 | 26.20 | 28.92 |
| 全部债务 | 19.37 | 21.67 | 20.90 |
| 其中：短期有息债务 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益 | 23.74 | 29.46 | 36.28 |
| 营业收入 | 5.02 | 5.16 | 5.97 |
| 利润总额 | 0.92 | 0.76 | 0.74 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -6.44 | -1.76 | 0.65 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.52 | -4.94 | -10.30 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 13.09 | 4.82 | 6.29 |
| 主要财务指标 | | | |
| 营业利润率（%） | 11.29 | 11.00 | 11.41 |
| 总资本收益率（%） | 1.97 | 1.64 | 1.44 |
| 净资产收益率（%） | 3.50 | 2.33 | 1.88 |
| 现金收入比（%） | 45.62 | 76.94 | 54.70 |
| 资产负债率（%） | 51.16 | 47.07 | 44.35 |
| 长期债务资本化比率（%） | 44.93 | 42.38 | 36.54 |
| 全部债务资本化比率（%） | 44.93 | 42.38 | 36.54 |
| 流动比率（%） | 618.64 | 644.05 | 393.01 |
| 速动比率（%） | 527.94 | 476.60 | 266.18 |
| 经营现金流动负债比（%） | -117.12 | -38.78 | 8.14 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.01 | 1.07 | 0.44 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 16.05 | 18.22 | 17.76 |

附件三：主要财务指标计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|-----------------|----------------------------------|
| 毛利率 (%) | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100% |
| 营业利润率 (%) | (营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100% |
| 总资本收益率 (%) | (净利润+利息费用) / (所有者权益+全部债务) × 100% |
| 净资产收益率 (%) | 净利润/所有者权益 × 100% |
| 现金收入比率 (%) | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 × 100% |
| 资产负债率 (%) | 负债总额/资产总额 × 100% |
| 长期债务资本化比率 (%) | 长期有息债务/ (长期有息债务+所有者权益) × 100% |
| 全部债务资本化比率 (%) | 全部债务/ (全部债务+所有者权益) × 100% |
| 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% |
| 担保比率 (%) | 担保余额/所有者权益 × 100% |
| 现金比率 (%) | 货币资金/流动负债合计 × 100% |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 经营活动产生的现金流量净额/流动负债合计 × 100% |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 全部债务/EBITDA |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级 | 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，有较高违约风险 |
| 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 级和 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。

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2020年五华县公共事业工程有限公司公司债券”的存续期内密切关注五华县公共事业工程有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向五华县公共事业工程有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，五华县公共事业工程有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如五华县公共事业工程有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月22日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。