

2017 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券、2018 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券 2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【465】号 01

债券简称：
2017 年第一期：17 桐建
01/17 桐建投专项债 01
2018 年第一期：18 桐建
01/18 桐建投专项债 01

增信方式：保证担保
担保主体：
2017 年第一期：重庆兴农
融资担保集团有限公司
2018 年第一期：重庆进出
口融资担保有限公司

债券剩余规模：
2017 年第一期：4.0 亿元
2018 年第一期：8.0 亿元

债券到期日期：
2017 年第一期：2024 年
12 月 18 日
2018 年第一期：2025 年 7
月 23 日

债券偿还方式：按年付
息，债券存续期内第 3-7
个计息年度末分别偿还
发行总额的 20%

分析师
姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82872897
邮箱：
chenyy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼
电话：0755-82872897
网址：

www.cspengyuan.com

2017 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券、2018 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	2017 年第一期：AAA 2018 年第一期：AA+	2017 年第一期：AAA 2018 年第一期：AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 27 日	2019 年 6 月 20 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“桐城建投”或“公司”）及其 2017 年 12 月 15 日发行“17 桐建 01/17 桐建投专项债 01”与 2018 年 7 月 20 日发行的“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”的 2020 年度跟踪评级结果为：“17 桐建 01/17 桐建投专项债 01”信用等级维持 AAA，“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”信用等级维持 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司业务持续性较好，跟踪期内获得外部较大力度支持，同时第三方担保提供的保证担保有效提升了债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，收入及利润规模有所下滑，面临一定的资金压力和刚性债务压力，且存在一定的或有负债风险等因素。

正面：

- 桐城市工业发展良好，经济继续保持增长，为公司发展提供了良好基础。2019 年，桐城市工业总产值较上年增长 10.1%。全市工业经济效益综合指数达 305.85，比上年上升 2.36 个百分点。规模以上工业产销率为 97.98%，工业发展良好。同期桐城市实现地区生产总值 380.9 亿元，按可比口径增长 8.0%，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好的基础。

- **公司业务持续性较好。**公司是桐城市基础设施项目和保障房项目建设主体，截至 2019 年末，存货中的市政基础设施项目账金额为 25.34 亿元，在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计 11.78 亿元，随着代建项目的回购及房产项目的完工销售，收入较有保障。
- **公司获得较大力度外部支持。**2019 年 3 月桐城市人民政府向公司注入房产，评估价值 8.91 亿元，其中 2.23 亿元计入资本公积，提升了公司的资本实力。此外，2019 年公司收到政府补贴 2.00 亿元，增强了公司的盈利水平。
- **第三方担保提供的保证担保有效提升了债券信用水平。**经中证鹏元评定，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“17 桐建 01/17 桐建投专项债 01”的信用水平；重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收款项及存货占资产比重合计为 78.64%。其中，应收款项规模较大对资金形成一定占用，存货以土地、市政基础设施和房地产项目为主，且部分已被抵押，集中变现能力弱，公司资产流动性较弱。
- **跟踪期内公司收入及利润有所下滑。**2019 年，公司实现营业收入 7.85 亿元，因房地产销售规模减少而同比缩减 45.69%。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 6.64%，受房产销售毛利率下滑及其他业务亏损影响，较上年大幅下降。
- **公司经营活动现金流表现不佳，在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流入 0.48 亿元，且截至 2019 年末公司主要在建项目后续至少还需投资 22.67 亿元，未来面临一定的资金压力。
- **公司存在一定的债务压力。**截至 2019 年末，公司有息债务余额为 38.55 亿元，占负债总额 84.90%，公司现金短期债务比下滑至 0.22，现金对短期债务的保障程度较弱。EBITDA 利息保障倍数为 0.92，息税折旧摊销前利润无法覆盖付息支出，仍存在一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额 13.91 亿元，占同期所有者权益的 19.90%，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,153,252.59	1,372,822.28	1,267,205.93
所有者权益	699,215.25	663,254.44	653,022.21
有息债务	385,481.38	654,236.26	573,807.89
资产负债率	39.37%	51.69%	48.47%
现金短期债务比	0.22	1.37	2.71
营业收入	78,532.08	144,610.27	130,158.57
其他收益	15,041.14	3,000.00	5,010.67
利润总额	10,263.57	15,071.26	13,360.89
综合毛利率	6.44%	15.86%	11.34%
EBITDA	29,693.94	27,804.96	23,893.21
EBITDA 利息保障倍数	0.92	0.74	1.29
经营活动现金流净额	4,757.01	-70,264.21	-116,444.25
收现比	0.93	0.58	0.47

资料来源：公司 2017 年-2019 年审计报告，中证鹏元整理

“17 桐建 01/17 桐建投专项债 01”担保方（兴农担保）主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；

2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”担保方（重庆进出口担保）主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43

当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%
---------	---	-------	-------

注：2017 年和 2018 年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得
资料来源：重庆进出口 2017-2019 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

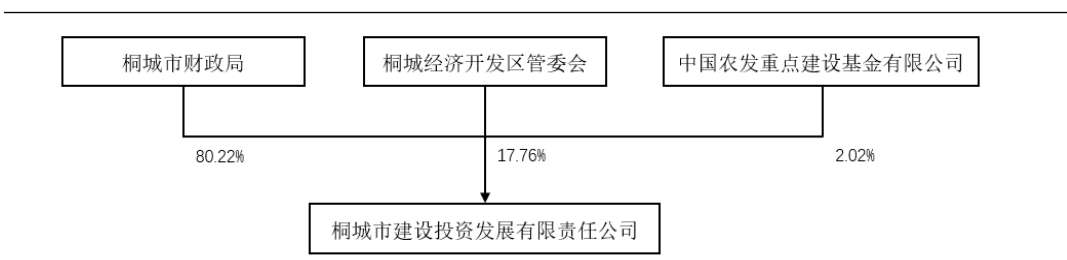
一、募集资金使用情况

公司于2017年12月15日发行的17桐建01/17桐建投专项债01，于2018年7月20日发行的18桐建01/18桐建投专项债01。募集资金共12.00亿元，计划用于桐城市城市停车场建设项目的建设 and 补充营运资金；截至2020年4月末，债券募集资金专项账户余额为506.71万元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、主营业务、股权结构没有发生变化。截至2019年末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本为14.98亿元，桐城市财政局、桐城经济技术开发区管委会及中国农发重点建设基金有限公司¹分别持股80.22%、17.76%及2.02%。桐城市人民政府为公司实际控制人。

图1 截至2019年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，跟踪期内业务仍然以市政基础设施业务和房地产销售为主。2019年，公司合并报表范围内新增3家子公司，系安徽紫来进出口有限公司、凯盛桐城现代智慧农业有限公司、桐城市同远资源开发有限公司；一级子公司桐城市经济开发区建设发展有限公司（以下简称“开发区建设公司”）由于股权划出，连同开发区建设公司的子公司安徽桐城经济开发区置业有限公司（以下简称“桐城经开置业公司”）不再纳入公司合并范围，转让价款按照开发区建设公司2018年末净资产账面价值确定为6.68亿元。上述公司系公司房地产业务的重要建设及运营主体，其划转对公司该业务短期内将产生一定影响。具体变化情况如表1所示。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共6家（详见附录二）。

¹ 2017年9月中国农发重点建设基金有限公司对公司注资0.31亿元，用于桐城市三水厂建设工程项目、桐城市南部新区污水处理厂（一期）及管网配套工程，计入公司的长期应付款科目。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽紫来进出口有限公司	100%	20,000.00	货物或技术进出口，普通仓储服务；普通道路货物运输；搬运装卸服务；纸制品、塑料制品等；口罩生产设备；口罩；机械设备与零件销售；	新设
凯盛桐城现代智慧农业有限公司	100%	15,000.00	农业种植、以公司自有资金对种植业、养殖业、科研项目、物流项目进行投资。	新设
桐城市同远资源开发有限公司	100%	10,000.00	矿产资源技术研发、技术服务；露天采石；建筑砂、石料、建材加工、销售。	新设

2、2019年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
桐城市经济开发区建设发展有限公司	100%	6,300.00	市政公共道路、水、电、园林基础设施建设；房屋建筑、资产收储、棚户区改造。	股权划转
安徽桐城经济开发区置业有限公司	100%	2,000.00	房地产开发、销售；物业管理	股权划转

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，

增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，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。同月，财政部发布《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[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止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，禁止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。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范

风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年桐城市经济保持较快增长，工业发展良好，投资及消费仍是拉动经济增长的主要动力

2019年，桐城市实现地区生产总值380.9亿元，按可比口径增长8.0%，仍保持较快增长。其中第一产业增加值31.2亿元，同比增长2.8%；第二产业增加值197.3亿元，同比增长10.1%；第三产业增加值152.4亿元，同比增长6.0%。2019年桐城市人均GDP为5.55万元，为全国人均GDP的78.32%。

表2 桐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	380.9	8.0%	300.4	8.5%
第一产业增加值	31.2	2.8%	26.3	4.0%
第二产业增加值	197.3	10.1%	193.7	10.3%
第三产业增加值	152.4	6.0%	80.4	6.0%
固定资产投资	-	13.7%	-	12.8%
社会消费品零售总额	116.3	10.1%	105.7	17.1%
进出口总额（亿美元）	2.04	31.8%	1.55	-11.4%
存款余额	483.9	11.0%	435.8	2.7%
贷款余额	304.2	11.5%	272.8	6.8%
人均 GDP（元）		55,520		43,982
人均 GDP/全国人均 GDP		78.32%		68.04%

资料来源：桐城市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，桐城市工业总产值较上年增长10.1%。其中，规模以上工业产值增长10.7%，

战略性新兴产业产值增长14.9%。从工业产品分类来看，农副食品加工和食品制造业、皮革和 羽绒制品业、纺织和纺织服装业、橡胶和塑料制品业、通用和专用设备制造业等五个主导行业工业产值比上年分别增长6.7%、34.1%、-5.2%、9.1%、-3.5%；占规模以上工业的比重达70.8%。2019年桐城全市规模以上工业企业实现营业收入511.1亿元，比上年增长9.3%；实现利润总额43.0亿元，增长10.1%。全市工业经济效益综合指数达305.85，比上年上升2.36个百分点。规模以上工业产销率为97.98%，工业发展良好。

投资及消费依旧是拉动桐城市经济增长的主要动力。2019年，全市固定资产投资比上年增长13.7%。本年500万元以上施工项目368个，计划投资总额比上年减少26.7亿元，其中5,000万元以上施工项目198个，比上年增加15个。从产业看，第一产业投资增长107.1%；第二产业投资增长19.2%；第三产业投资增长4.6%。从行业看，工业投资增长19.2%，其中制造业投资增长16%。全年房地产开发完成投资24.5亿元，增长8.6%；房屋施工面积393.0万平方米，增长0.7%；商品房销售额37.9亿元，下降18.4%。2019年全市实现社会消费品零售总额116.3亿元，同比增长10.1%。固定资产投资和社会消费品零售总额增长较快，对经济拉动作用明显。

2019年桐城市实现公共财政收入18.99亿元，同比增长9.93%；实现政府性基金收入16.97亿元，同比增长51.50%。同期桐城市公共财政支出为51.39亿元，同比增长11.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.94%。

四、经营与竞争

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，市政基础设施业务收入和房地产收入仍为公司收入的主要来源。2019年，公司实现营业收入7.85亿元，因房地产销售规模减少而同比缩减45.69%。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为6.44%，受房产销售毛利率下滑及其他业务亏损影响，较上年大幅下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施	73,832.70	10.71%	82,032.06	10.71%
房地产销售	3,892.06	26.87%	43,477.37	37.86%
销售地下管网	0.00	-	19,047.62	0.61%
其他	59.77	70.73%	45.16	100.00%
主营业务小计	77,784.53	11.57%	144,602.21	17.57%
其他业务收入	747.55	-527.09%	8.06	-30,679.53%

合计	78,532.08	6.44%	144,610.27	15.86%
----	-----------	-------	------------	--------

注：其他业务系租金收入，收入基数较小，成本摊销大，导致亏损大。

资料来源：公司 2018 年-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司市政基础设施建设收入有所下降，考虑在建项目较多，该业务持续性较好，但回款情况较差，且在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

公司作为桐城市基础设施的主要投资和建设主体之一，根据公司与桐城市人民政府签订的《城市基础设施项目委托代建协议》，公司每年根据建设工程项目建设进度的需要向桐城市政府申请支付建设工程款，并于每年的12月份确认当年已验收合格的建设工程总价款。双方以市政府审核确认的工程价款另加12%的代建管理费作为结算总价款。随着桐城市经济的快速发展，公司市政基础设施业务规模继续保持较大规模，2019年公司市政基础设施收入为7.38亿元，受工程进度的影响有所下滑；2019年毛利率10.71%，保持稳定。2019年市政基础设施业务收现为4.40亿元，回款情况较差，后续需持续关注该业务的回款情况。

表4 公司市政基础设施建设业务情况（单位：万元）

时间	项目名称	加成比例	收入金额
2019 年	六尺巷停车场及二中人防	12%	7,512.66
	东盛棚户区	12%	3,823.99
	实验小学、盛唐幼儿园、育才小学工程	12%	6,786.06
	财政局负责的项目	12%	19,709.47
	建设局负责项目	12%	15,811.60
	盛唐北路安置点	12%	2,099.75
	城北安置点	12%	5,273.75
	污水管网工程	12%	7,286.20
	中四路	12%	5,529.22
	合计	-	73,832.70
2018 年	财政局负责项目（望溪路-兴源路）	12%	66,080.00
	场地平整	12%	3,018.25
	绿化工程	12%	5,250.85
	供电工程	12%	3,066.60
	杂项工程	12%	4,616.36
	合计	-	82,032.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为25.34亿元，主要为代建的棚户区改造项目及零星工程和自建的桐城市城市停车场建设项目，未来随着市政基础设施项目完工及政府回购，以上代建项目将为公司贡献一定规模的收入，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波

动。自建的桐城市城市停车场建设项目完工后将由公司运营，未来能为公司带来一定收入。截至2019年末，公司主要在建拟建市政基础设施项目预计总投资22.13亿元，已投14.44亿元，尚需投资7.69亿元，业务持续性较好，但公司面临一定的资金压力。

表5 截至2019年末公司主要在建拟建市政基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	性质
桐城市盛唐南路小区（棚户区改造）	23,700.00	7,849.5	代建
桐城市西庄棚户区改造工程	13,000.00	8,936.62	
桐城市徐庄棚户区改造工程	23,000.00	22,727.14	
桐城市王敦棚户区改造工程	22,790.00	23,889.75	
合安高铁项目	15,000.00	13,993.68	
市融媒体中心	3,500.00	617.00	
桐城市城市停车场建设项目	120,300.00	66,419.91	自建
合计	221,290.00	144,433.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

开发区建设公司股权转让对公司短期内房地产收入实现产生一定不利影响，2019年公司房地产销售业务销售收入及利润均有所下滑，但考虑到公司在建及拟建项目投资规模较大，该业务持续性较有保障

2019年之前公司的房地产业务由开发区建设公司负责建设，建设完工后由孙公司桐城经开置业公司负责销售运营，由于2018年桐城市住宅建设有限公司（以下简称“住宅建设公司”）股权划入，2019年3月开发区建设公司股权转让，公司房地产业务目前由住宅建设公司负责。公司保障房项目分为政府代建和非政府代建项目两类。政府代建部分保障房项目参照《城市基础设施项目委托代建协议》，公司作为桐城市人民政府的代建主体，由桐城市人民政府根据回迁户购买的安置房及商铺数量确定代建数量，并将确认的结算价款作为公司代建业务的收入。房地产项目中非政府代建的部分，公司以市场价格对外销售，构成公司房地产销售收入。公司对外销售房产毛利率明显高于政府代建部分。

目前公司在售房地产项目主要为文都名郡项目和文昌苑一期项目，其中文都名郡位于桐安南路，该项目自2013年1月18日起开始项目前期工作，已于2014年6月17日全部完工，预计总投资额为2.29亿元，公司实际投资2.2亿元。项目总占地面积13,460.40平方米，总建筑面积51,475.5平方米，可售面积48,390.34平方米，可售面积中住宅36,877.03平方米，主要为商品房，商铺6,633.53平方米，地下车位4,879.78平方米，截至2019年末，文都名郡住宅部分已经基本销售完毕，商铺已销售153.57平方米，地下车库已销售289.17平方米。文昌苑一期即文昌棚户区改造的商品房部分，项目位于桐城市文昌大道与文二路交叉口，自2015年9月1日起开始项目前期工作，并已于2016年10月8日全部完工，

该项目预计总投资额为 1.65 亿元，公司实际投资 1.62 亿元，可售面积 1.26 万平方米，截至 2019 年末，已销售 1.20 万平方米。

因公司主要房地产经营主体开发区建设公司被划出，公司可售项目减少，2019 年公司实现房地产销售收入 3,892.06 万元，同比大幅下滑；因结转项目利润较低，该业务 2019 年毛利率为 26.87%，较上年有所下滑。

表6 公司房地产销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，万元）

销售主体	项目名称	可售面积	销售均价	2019 年末 已售面积	2019 年	2018 年
					收入	收入
置业公司	兴元小区	-	-	-	-	2,071.92
	大王小区	-	-	-		
	水源小区	-	-	-		
	桃园小区	-	-	-		
	龙腾·锦绣城	-	-	-	-	20,915.54
	项庄商住楼	-	-	-	-	1,738.67
	冲姚塘小区	-	-	-	-	11,529.74
	钱庄小区	-	-	-	-	-
	小计	-	-	-	-	36,255.87
住宅建设公司	文都名郡	36,877.03	4,500.00	36,179.61	-	768.88
	文昌苑一期	12,566.69	6,250.00	12,033.66	3,892.06	6,452.62
	小计	49,443.72	-	48,213.27	3,892.06	7,221.50
合计		49,443.72	-	48,213.27	3,892.06	43,477.37

注：文昌名郡项目可售面积统计口径仅包含住宅面积。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司主要在建保障性住房项目为桐城市文昌社区棚户区改造项目和桐城市盛唐南路小区，项目建设及运营主体为住宅建设公司，后者房地产开发部分尚未发生投资；2019 年末公司存货中开发产品账面价值 0.80 亿元、开发成本 10.98 亿元。2018 年末，开发区建设公司存货中仍有 2.09 亿元房地产项目，但基本已完工，开发区建设公司股权转让对公司短期内房地产收入实现产生一定不利影响。但公司在建房地产项目规模仍然较大，随着项目完工并销售，公司房地产销售收入仍然较有保障。目前公司主要在建拟建保障房项目总投资 23.38 亿元，已投资 15.02 亿元，除去已投资中的土地款 6.62 亿元，尚需投资 14.98 亿元，规模较大，未来面临一定的资金压力。

表7 截至 2019 年末公司在建拟建保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	建设主体
桐城市文昌社区棚户区改造一期项目	178,000.00	48,168.24	住宅建设公司
桐城市文昌社区棚户区改造二期项目		101,986.02	

桐城市盛唐南路小区（房地产开发）	55,800.00	-	
合计	233,800.00	150,154.26	-

注：桐城市文昌社区棚户区改造计划总预算不包括土地款，已投资中包括含土地款66,168.71万元
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得较大力度外部支持

作为桐城市主要的基础设施建设主体，2019年公司在资产注入、政府补助等方面继续得到当地政府的大力支持。

资产划转方面，根据《桐城市人民政府关于市建设投资发展有限公司注资的通知》（桐政秘【2019】20号）和《桐城市国资中心关于市经开区建发公司股权划转有关账务处理事项的通知》，2019年桐城市人民政府向公司注入3,105套保障房和716间直管公房，根据安徽德信安房地产土地评估规划有限公司出具的《房地产估价报告》（安徽德信安房评[2019]第0633号），注入房产评估价值合计8.91亿元，其中6.68亿元用于冲抵桐城市财政局应付公司的开发区建设公司股权转让款，差额2.23亿元计入资本公积，公司资本实力得到提升。此外，上述房产公司拟用于出租，未来将带来一定租赁收入，将丰富公司的收入结构。

补贴方面，根据《关于给予桐城市建设投资发展有限责任公司政府补贴的通知》，2019年公司获得政府补贴2.00亿元，其中0.50亿元用于贷款利息补助，直接冲减财务费用，1.50亿元作为市政建设专项补助，计入其他收益，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围内新增3家子公司，减少2家子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模下降，应收款项和存货占比较高，且部分已对外抵押，资产整体流动性较弱

截至2019年末，公司总资产为115.33亿元，较上年末有所下降，系合并范围变化导致。资产结构仍以流动资产为主，2019年末公司流动资产占资产比重为80.98%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12,025.92	1.04%	136,224.63	9.92%
应收账款	126,947.62	11.01%	223,509.26	16.28%
其他应收款	106,497.90	9.23%	109,695.51	7.99%
存货	673,488.78	58.40%	692,005.93	50.41%
流动资产合计	933,896.85	80.98%	1,176,493.69	85.70%
可供出售金融资产	46,986.39	4.07%	46,886.39	3.42%
投资性房地产	157,629.01	13.67%	72,323.99	5.27%
非流动资产合计	219,355.74	19.02%	196,328.59	14.30%
资产总计	1,153,252.59	100.00%	1,372,822.28	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，货币资金余额为 1.20 亿元，因 2019 年公司债务偿还和项目投资而大幅下滑。其中有价值 1,039.40 万元的货币资金系商品房按揭贷款，其使用受到一定限制。2019 年末应收账款账面价值为 12.69 亿元，其中 10.00 亿元因借款质押。公司应收账款主要系对桐城市人民政府的应收项目回款，因收回部分款项且合并范围变化，2019 年应收账款规模大幅降低。公司其他应收款主要为借出款项和押金保证金，其中对开发区建投公司、安徽中基置业有限公司（以下简称“中基置业”）、桐城市东部新城建设发展有限公司、桐城市孔城镇人民政府及桐城市国土储备中心借出款项合计 8.76 亿元，占其他应收款 81%，其中对中基置业借款 1.00 亿元，该公司为民营企业，需关注后期款项收回情况，除此之外，公司其他应收款借款单位大多为国企或政府单位，回收时间存在较大不确定性，对资金形成一定占用。

公司存货主要由土地成本、市政基础设施、开发成本和开发产品构成，2019 年末为 67.35 亿元，其中土地成本为 30.22 亿元，均为出让地；市政建设基础设施为 25.34 亿元，主要是公司停车场项目、代建的徐庄、西庄等棚户区改造项目及其他零星市政项目；开发成本 10.98 亿元，主要系桐城市文昌社区棚户区改造二期项目、盛唐南路项目等；开发产品 0.80 亿元，主要来自文都名郡、文都新街口及桐城市文昌社区棚户区改造一期等房地产在售项目。截至 2019 年末，存货中账面价值共计 24.01 亿元的土地因借款抵押受限。

截至 2019 年末，公司可供出售金融资产余额为 4.70 亿元，主要为对安庆市同安实业有限公司、安庆金田尼龙材料科技有限公司、桐城徽银城镇化一号基金（有限合伙）和华安理财安兴 101 号定向资产管理计划等单位及理财的投资，2019 年内公司对外投资依照权益法确认投资收益 829.19 万元，未来如果投资被公司发生亏损，公司将面临一定投资风险。2019 年末，公司投资性房地产余额 15.76 亿元，较上年末大幅增长，系桐城市人民

政府向公司无偿划转评估价值 8.91 亿元的保障房所致，公司预计将其用于出租，未来对公司业务形成一定补充。

整体来看，跟踪期内公司资产规模有所下降，应收款项金额较大，主要来自政府单位，回收时间不确定，存货以土地及市政基础设施建设为主，且部分已被抵押，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入及营业利润均下滑，且公司利润水平对政府补贴依赖水平较高

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，市政基础设施业务收入和房地产收入仍为公司收入的主要来源。2019年，公司实现营业收入7.85亿元，因房地产销售规模缩减而大幅下滑。截至2019年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为25.35亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计11.79亿元，未来随着项目完工及对外出售，未来仍可带来一定规模收入，但中证鹏元也注意到，公司市政基础设施业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动；公司房地产销售的经营主体之一开发区建设公司于2019年被划出，或对房屋销售收入产生一定影响，且房地产销售行业易受当地房地产市场行情影响，未来或存在一定波动。

盈利方面，2019年公司综合毛利率为6.44%，受房产销售毛利率下滑及其他业务亏损影响，较上年大幅下降。此外，2019年公司确认政府补助收入2.00亿元（包括财政贴息0.50亿元和计入其他收益财政补助1.50亿元），占同期公司利润总额194.86%。总体来看，公司营业收入及营业利润均下滑，且公司利润水平对政府补贴依赖水平较高，主业盈利能力弱。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	78,532.08	144,610.27
其他收益	15,041.14	3,000.00
营业利润	10,318.10	15,128.24
利润总额	10,263.57	15,071.26
综合毛利率	6.44%	15.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，且在建项目尚需投资金额较大，面临一定的资金压力。经营活动方面，2019年公司销售商品提供劳务收到的现金主要为收到的政府支付的基础设施建设项目款及房地产项目销售款，2019年公司收现比为0.93，较上年好转。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系政府补助及往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为市政基础设施建设项目、房地产项目的持续投入，2019年公司该项现金支出规模继续维持较高水平。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要系往来款、期间费用、房贷及借款保证金。总体来看，公司经营活动现金有所好转，净流入0.48亿元，但净流入规模较小，但经营活动现金流仍然表现不佳。

投资活动方面，2019年公司投资收到的现金主要是投资性保函保证金和其他应收款拆借本息，受拆借资金收回规模减小的影响，公司投资活动相关的现金流入较上年大幅缩减。同期投资活动现金流出水平有所减小，综合使得，2019年公司投资活动现金净流出4.65亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要包括银行借款、发行债券及应付款往来款，筹资活动现金流出主要包括偿还到期债务本息、其他应付款及长期应付款拆借款到期归还。2019年公司筹资活动产生的现金流量转为净流出6.89亿元，主要系到期偿还的债务规模较大所致。截至2019年末，公司主要在建拟建项目后续至少还需投资22.67亿元，未来面临一定的资金压力。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.93	0.58
销售商品、提供劳务收到的现金	73,361.20	84,097.06
收到其他与经营活动有关的现金	28,523.07	17,671.22
经营活动现金流入小计	101,884.27	101,768.28
购买商品、接受劳务支付的现金	84,008.33	141,735.34
支付其他与经营活动有关的现金	8,092.01	20,172.98
经营活动现金流出小计	97,127.25	172,032.49
经营活动产生的现金流量净额	4,757.01	-70,264.21
投资活动产生的现金流量净额	-46,469.98	-44,946.84
筹资活动产生的现金流量净额	-68,939.83	53,646.49
现金及现金等价物净增加额	-110,652.80	-61,564.56

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所减小，但未来仍面临一定的集中偿付压力

得益于2019年政府的资产划拨及公司的经营积累，2019年末公司所有者权益增长至69.92亿元，同期因负债率较高的开发区建设公司不再纳入公司合并报表范围，公司负债总额大幅减小至45.40亿元，综合导致2019年末公司产权比率降低至64.94%，所有者权益对负债的覆盖程度大幅增强。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	454,037.35	709,567.84
所有者权益	699,215.25	663,254.44
产权比率	64.94%	106.98%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司预收款全部为购房款，账面金额4.14亿元，因预收桐城市文昌社区棚户区改造二期项目房款大幅增长。2019年末公司其他应付款含应付利息0.34亿元，其他应付款2.34亿元，主要为押金、保证金及拆借款。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款，2019年末余额5.39亿元。

截至2019年末，公司长期借款余额为9.98亿元，其中抵押借款1.80亿元、质押借款8.18亿元，抵质押物为公司持有的部分土地资产和应收账款。2019年末公司应付债券余额为16.49亿元，系15桐建投债、本期债券和公司2019年发行的定向融资计划产品。公司长期应付款全部为非金融机构借款，2019年末为8.68亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	41,392.20	9.12%	10,708.65	1.51%
其他应付款	26,837.51	5.91%	37,974.96	5.35%
一年内到期的非流动负债	53,852.54	11.86%	97,423.00	13.73%
流动负债合计	124,408.50	27.40%	154,734.58	21.81%
长期借款	99,826.96	21.99%	176,988.00	24.94%
应付债券	143,037.28	31.50%	164,866.46	23.23%
长期应付款	86,764.60	19.11%	212,978.80	30.02%
非流动负债合计	329,628.84	72.60%	554,833.26	78.19%
负债合计	454,037.35	100.00%	709,567.84	100.00%
其中：有息债务	385,481.38	84.90%	654,236.26	92.20%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务余额为38.55亿元，占负债总额84.90%，虽较上年有所下降但规模仍然较大。从有息债务期限来看，2020年公司至少需偿还5.59亿元，考虑到公司2019年末货币资金规模仅为1.20亿元，仍存在一定的集中偿债压力。

随着负债率较高的开发区建设公司不再纳入公司合并报表范围，2019年末公司资产负债率降至39.37%。由于公司2019年持续推进项目投资，同时偿付到期债务，现金水平大幅下滑，截止2019年末，现金短期债务比下滑至0.22，公司现金对短期债务的保障程度较弱。2019年公司折旧金额较高，EBITDA金额增长，同期公司有息负债规模缩减，EBITDA利息保障倍数及有息债务/EBITDA指标有所优化。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	39.37%	51.69%
现金短期债务比	0.22	1.37
EBITDA 利息保障倍数	0.92	0.74
有息债务/EBITDA	12.98	23.53

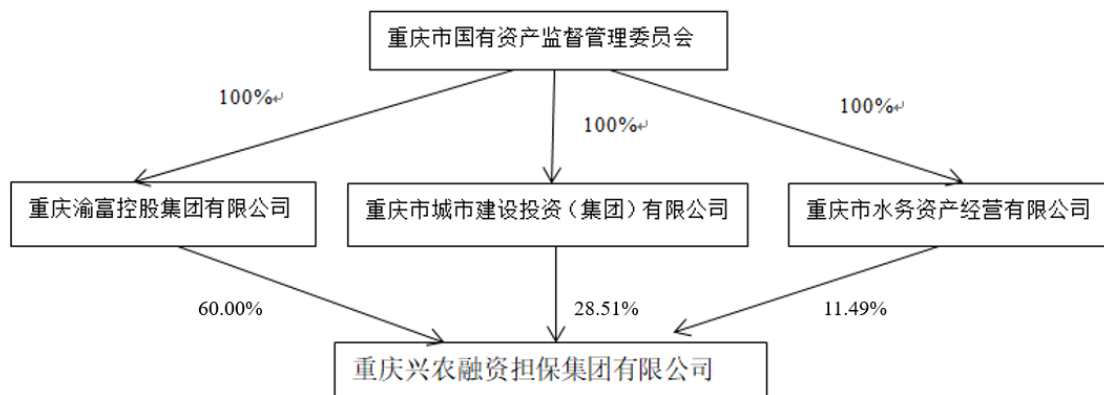
资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

兴农担保为“17桐建01/17桐建投专项债01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了债券的信用水平

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。历经数次增资及股权变更，截至2019年末，兴农担保注册资本和实收资本均为521,981.61万元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2019年末，兴农担保股权关系如图2所示。

图 2 截至 2019 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2017-2019年，兴农担保分别实现营业总收入6.12亿元、7.43亿元和10.46亿元。担保业务收入分别占当期营业总收入的74.35%、70.01%和76.16%。2017-2019年兴农担保期末在保余额分别为384.29亿元、555.80亿元和616.43亿元，近三年复合增长率为26.65%，担保业务规模持续增长。

截至2019年12月31日，兴农担保资产总额为211.42亿元，所有者权益为97.84亿元；2019年度，兴农担保实现营业总收入10.46亿元，利润总额3.06亿元。截至2019年末，兴农担保融资担保责任余额为539.28亿元。

表14 截至 2019 年末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91
利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	-	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%-	17.38%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；

2、“-”为未能获取数据。

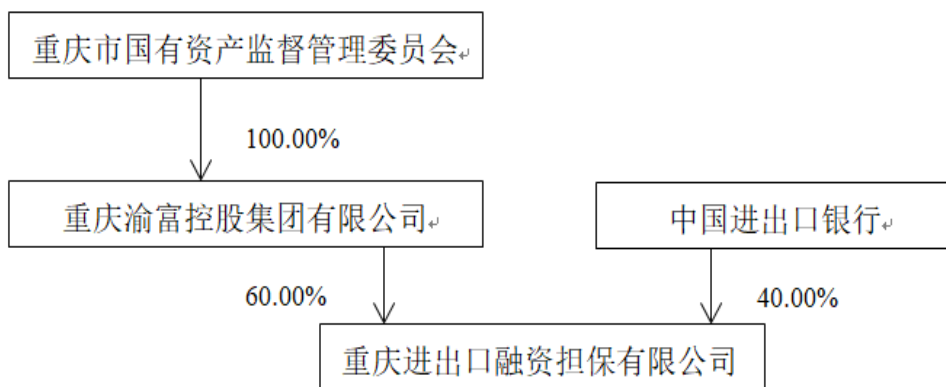
资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“17桐建01/17桐建投专项债01”的信用水平。

重庆进出口担保为“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了债券的信用水平

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）由重庆渝富资产管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，原始注册资本10亿元；2018年9月4日，完成了第一大股东由重庆渝富资产管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）的工商登记；历经多次增资，截至2019年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图X所示。

图3 截至2019年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2017-2019年重庆进出口分别实现营业收入53,323.91万元、45,379.63万元和56,106.89万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表15 2017-2019年重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

已赚担保费	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	570.67	1.02%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	103.94	0.19%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.08%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%
其他收益	97.23	0.17%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
营业收入	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%

资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

截至2019年末，重庆进出口资产总额为617,204.16万元，所有者权益合计为367,240.15万元；2019年度，重庆进出口实现营业总收入56,106.89万元，利润总额20,605.37万元。

表16 2017-2019年重庆进出口主要财务数据（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	258,499.72	62,247.52	120,799.91
营业总收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91
已赚担保费	34,703.19	27,181.82	33,714.78
利息收入	12,168.50	8,604.58	7,065.40
投资收益	8,421.00	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	4.83%	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得

资料来源：重庆进出口2017-2019年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“18桐建01/18桐建投专项债01”的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年05月28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，存在关注类贷款11笔，系公司在国家开发银行安徽省分行的贷款，国开行将位于郊区的贷款单位的贷款均列为关注类。除此之外，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额13.91亿元，占同期所有者权益的19.90%，被担保单位企业性质均为国企。公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保借款金额	借款到期日	反担保措施
桐城市东部新城建设发展有限公司	国企	91,723.00	2034年4月	无
桐城市交通投资有限责任公司	国企	27,425.00	2028年1月	无
桐城市交通投资有限责任公司	民企	20,000.00	2034年3月	无
合计	-	139,148.00		-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

跟踪期内公司所处外部环境较好，继续为其发展提供良好基础；公司作为桐城市主要的基础设施和保障房建设主体，业务具有较好的持续性，跟踪期内公司获得外部较大力度支持。此外，第三方担保公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

另一方面，我们关注到公司资产结构中，存货和应收账款占比较大，资产流动性较弱；因房地产业务规模缩减，公司收入及利润水平下滑；公司在建项目资金需求较大，未来面临一定的资金压力；公司仍然存在一定偿债压力；公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持“17桐建01/17桐建投专项债01”信用等级为AAA，“18桐建01/18桐建投专项债01”信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	12,025.92	136,224.63	186,689.78
流动资产合计	933,896.85	1,176,493.69	1,124,294.30
非流动资产合计	219,355.74	196,328.59	142,911.63
资产总计	1,153,252.59	1,372,822.28	1,267,205.93
总资产	1,153,252.59	1,372,822.28	1,267,205.93
短期借款	2,000.00	1,980.00	10,000.00
一年内到期的非流动负债	53,852.54	97,423.00	58,827.00
流动负债合计	124,408.50	154,734.58	109,202.82
长期借款	99,826.96	176,988.00	214,520.00
应付债券	143,037.28	164,866.46	102,169.40
长期应付款	86,764.60	212,978.80	188,291.49
非流动负债合计	329,628.84	554,833.26	504,980.89
总负债	454,037.35	709,567.84	614,183.71
有息债务	385,481.38	654,236.26	573,807.89
所有者权益	699,215.25	663,254.44	653,022.21
营业收入	78,532.08	144,610.27	130,158.57
其他收益	15,041.14	3,000.00	5,010.67
营业利润	10,318.10	15,128.24	13,385.35
利润总额	10,263.57	15,071.26	13,360.89
经营活动产生的现金流量净额	4,757.01	-70,264.21	-116,444.25
投资活动产生的现金流量净额	-46,469.98	-44,946.84	-2,902.11
筹资活动产生的现金流量净额	-68,939.83	53,646.49	162,147.59
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	6.44%	15.86%	11.34%
收现比	0.93	0.58	0.47
产权比率	64.94%	106.98%	94.05%
资产负债率	39.37%	51.69%	48.47%
现金短期债务比	0.22	1.37	2.71
EBITDA（万元）	29,693.94	27,804.96	23,893.21
EBITDA 利息保障倍数	0.92	0.74	1.29
有息债务/EBITDA	12.98	23.53	24.02

资料来源：公司 2017- 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
桐城市住宅建设有限公司	811.90	100%	商品房开发销售、物业管理、房屋拆迁改造开发销售
凯盛桐城现代智慧农业有限公司	15,000.00	100%	农业种植、以公司自有资金对种植业、养殖业、科研项目、物流项目进行投资
桐城市兴财投资管理有限公司	50,000.00	100%	投资管理、资产重组、收购、管理和处置
桐城市同远建设有限公司	10,000.00	100%	利用自有资金对土地整理项目、房地产项目、建筑安装工程项目、市政工程项目、金融企业的投资，城乡基础设施建设投资；生态环境建设，市政工程建设；土地一级开发，产城一体化和新农村建设，保障房建设，房屋销售，房屋租赁经营，物业管理，资产管理经营；城市道路及设施管理、维护
安徽紫来进出口有限公司	20,000.00	100%	货物或技术进出口，普通仓储服务；普通道路货物运输；搬运装卸服务；纸制品、塑料制品等；口罩生产设备；口罩；机械设备与零件销售；
桐城市同远资源开发有限公司	10,000.00	100%	矿产资源技术研发、技术服务；露天采石；建筑砂、石料、建材加工、销售。

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 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、债务人主体长期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、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。