

**2019 年德清县恒达建设发展有限公司
公司债券(第一期)、2020 年德清县恒达
建设发展有限公司公司债券(第一期)
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員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



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【377】号 01

债券简称：

2019 年第一期：19 德清
01/19 德清债 01；2020 年第一期：20 德清 01/20 德清债 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

债券剩余规模：

19 德清 01/19 德清债 01：
7.00 亿元；20 德清 01/20 德清债 01：7.60 亿元

债券到期日期：19 德清 01/19 德清债 01：2026 年 10 月 28 日；20 德清 01/20 德清债 01：2027 年 1 月 16 日

债券偿还方式：每年付息一次，自本期债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%，最后一期利息随本金一起支付

分析师

姓名：
秦凤明 张旻楠

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@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

2019 年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）、 2020 年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）

2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	19 德清 01：AAA	19 德清 01：AAA
	20 德清 01：AAA	20 德清 01：AAA
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 23 日	19 德清 01：2019 年 9 月 18 日 20 德清 01：2020 年 1 月 3 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”）对德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“恒达建设”或“公司”）及其 2019 年 10 月 28 日发行的 2019 年公司债券（第一期）（以下简称“19 德清 01”）、2020 年 1 月 16 日发行的 2020 年公司债券（第一期）（以下简称“20 德清 01”）（19 德清 01、20 德清 01 合称为“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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仍较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年德清县实现地区生产总值 537.0 亿元，同比增长 8.3%，区域经济保持较快增长，工业仍占经济主地位，且地方旅游收入持续增长，继续为公司发展提供了良好基础。

- **公司业务持续性较好。**公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，主要从事基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务，2019 年土地整理及委托代建收入占公司营业收入比重的 37.65%；截至 2019 年底，公司在建的土地开发项目规模较大，总投资 93.64 亿元，已投资 48.72 亿元，未来业务可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2019 年德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）将德清县建设发展集团停车场管理有限公司、德清县水务有限公司（以下简称“德清水务”）无偿划至公司；公司收到德清县财政局拨款 12,570.25 万元；子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）收到德清县财政局拨款增加资本公积 10,295.60 万元；子公司德清县城市投资开发有限公司（以下简称“德清城开”）收到德清县财政局拨款 23,825.00 万元；2019 年德清县人民政府办公室将 3 处资产、2 宗土地资产无偿划至公司，增加资本公积 80,241.69 万元，提升了公司的资本实力。此外，2019 年公司收到政府补助及税费返还 23,631.47 万元，一定程度上提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍可有效提升本期债券信用水平。**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仍能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱，且往来款规模过大。**2019 年底公司存货规模 544,862.68 万元，占总资产比重的 26.67%，主要为土地整理开发成本等，其他应收款 892,273.83 万元，占总资产比重的 43.68%，主要为应收国有企业及单位的往来款项，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，回收时间具有一定不确定性，且 2019 年底公司受限资产合计 136,423.37 万元，受限资产类别包括货币资金、存货、投资性房地产等，占总资产比重的 6.68%，资产流动性较弱。
- **面临较大的资金压力。**公司经营活动现金净流出规模大，经营活动现金流表现欠佳；且截至 2019 年底，公司主要在建的土地开发项目尚需投资 44.93 亿元，尚需投资规模较大，随着项目建设的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，面临较大偿债压力。**截至 2019 年底公司有息负债规模 1,202,417.88 万元，占总负债比重的 93.78%，有息负债规模较大，2020-2021 年分别需偿还还有息负债 29.75 亿元、25.12 亿元，2019 年现金短期债务比下降至 0.71，

EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平，后期面临较大偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,042,625.80	1,736,298.35	982,130.69
所有者权益	760,422.93	617,091.18	432,081.87
有息债务	1,202,417.88	1,000,093.46	505,922.45
资产负债率	62.77%	64.46%	56.01%
现金短期债务比	0.71	1.21	4.30
营业收入	94,588.21	66,591.25	42,363.22
其他收益	23,631.47	15,909.03	1,736.00
利润总额	12,751.80	9,550.13	21,846.33
综合毛利率	8.47%	9.86%	50.79%
EBITDA	30,083.47	23,556.46	22,149.12
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.55	1.02
经营活动现金流净额	-176,060.26	-329,294.10	-185,404.44
收现比	0.96	1.08	0.97

注：2018年数据为2019年调整数

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告、公司2019年审计报告，中证鹏元整理

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 2018-2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月28日发行7年期7.00亿元公司债券，于2020年1月16日发行7年期7.60亿元公司债券，两期债券募集资金计划用于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目及补充营运资金。截至2019年底，19德清01募集资金已使用完毕；截至2020年3月21日，20德清01募集资金专户余额156.57万元。

二、发行主体概况

2019年，公司控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本未发生变动，控股股东仍为德清建发，持股比例为100%，实际控制人为德清县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“德清县国资办”）。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本仍为150,000.00万元。2019年11月12日，公司法定代表人由陈昕晔变更为倪琰学。

公司主要从事基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务。2019年公司合并范围一级子公司增加3家，分别为德清县建设发展集团停车场管理有限公司、德清县金睿达投资管理有限公司、德清县水务有限公司，无减少一级子公司。

表1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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	业务性质	合并方式
德清县建设发展集团停车场管理有限公司	100.00%	20,000.00	资产投资管理	同一控制合并
德清县金睿达投资管理有限公司	51.39%	72,000.00	停车场及相关设施建设运营	设立
德清县水务有限公司	100.00%	3,600.00	供水生产及供应	同一控制合并

资料来源：公司 2019 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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；战略性新兴产业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，但严禁新增隐性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

德清县经济稳步增长，工业仍占经济主导地位，固定资产增速较快，对经济拉动作用明显

德清县经济稳步增长，综合实力不断增强。2019 年德清县实现地区生产总值 537.0 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.3%。其中，第二产业增加值 310.2 亿元，比上年增长 7.9%；第三产业增加值 203.4 亿元，比上年增长 9.8%，三次产业结构比例由 2018 年的 4.3: 51.8: 43.9 调整为 4.4: 57.7: 37.9，工业仍占经济主导地位。2019 年，德清县人均地区生产总值 121,291 元（按户籍人口计算），是全国人同期水平的 171.09%。2019 年德清经济开发区获批省级经济开发区，根据人民日报发布的《2019 年全国综合实力百强县、百强区、千强镇》，德清县排名第 36 位，经济实力较强。

工业方面，2019 年德清县规模以上工业总产值同比下降 1.5%，战略性新兴产业、高新技术产业、装备制造业增加值分别同比增长 9.8%、11.3% 和 12.0%。

投资、消费对经济拉动效果仍较为显著，2019 年，德清县累计实现固定资产投资同比

增长14.3%，增速提升4.1个百分点，其中，工业投资比上年增长30.0%，基础设施投资比上年增长48.2%，第二产业投资增长幅度较大。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，德清县社会消费品零售总额保持稳定的增长率，增速达11.2%。2019年德清县实现旅游总收入314.98亿元，同比增长17.5%，莫干山国际乡村旅游集聚区成为全省4家省级乡村旅游产业集聚区之一，地信小镇、通航小镇分别创成4A、3A级景区，新市镇成为4A级景区镇，但2020年受新冠疫情影响，线下消费、出游短期受到明显抑制，旅游业短期受到较大影响，但随着疫情防控的逐渐平稳，旅游业将逐渐回暖。存贷款方面，2019年德清县存款和贷款余额均有所上升，增速较快，区域信贷环境有所优化。

表2 2018-2019 年德清县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（GDP）	537.0	8.3%	517.0	8.0%
第一产业增加值	23.4	2.9%	22.4	2.4%
第二产业增加值	310.2	7.9%	267.5	8.8%
第三产业增加值	203.4	9.8%	227.1	7.7%
固定资产投资	-	14.3%	-	10.2%
社会消费品零售总额	204.6	11.2%	183.9	10.0%
进出口总额	190.3	12.0%	170.0	4.7%
存款余额	872.2	14.6%	761.0	16.8%
贷款余额	828.6	20.4%	688.4	19.5%
人均 GDP（元）	121,291		116,994	
人均 GDP/全国人均 GDP	171.09%		180.98%	

资料来源：德清县 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年德清县实现公共财政收入65.66亿元，同比增长11.02%，2019年德清县实现政府性基金收入83.56亿元，同比下降23.97%；同期德清县公共财政支出为83.66亿元，同比增长24.49%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为78.49%。

四、经营与竞争

公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，主要从事德清县城东区域和康乾新区区域内的基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务。2019年公司实现营业收入94,588.21万元，同比增长42.04%，土地整理、水务、建材销售、工程服务等收入均有不同程度增长，土地开发、委托代建收入2019年合计占总营业收入比重的37.65%，水务板块、建材销售、工程服务收入分别占比22.48%、18.31%、13.41%；其他收入主要

为租赁等收入。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为8.47%，较上年下降1.39个百分点，其中，土地整理、委托代建毛利率均有所下降，水务业务毛利率下降幅度较大。

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
土地开发业务	25,937.31	16.67%	15,000.00	20.77%
委托代建业务	9,673.44	2.72%	13,761.47	4.63%
水务板块	21,267.73	-15.70%	18,949.76	-3.36%
建材销售	17,320.21	2.98%	4,701.17	2.68%
工程服务板块	12,688.37	18.34%	10,057.02	12.46%
其他收入	7,701.15	50.93%	4,121.83	50.28%
合计	94,588.21	8.47%	66,591.25	9.86%

注：2018 年营业收入为调整数

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司从事土地整理业务，未来业务可持续性较好，但受政府土地规划及市场等因素影响，存在一定波动性，且考虑到公司在建土地开发项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

2019年以前，根据德清县人民政府出具的《关于委托德清县恒达建设发展有限公司负责武康城东新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2013〕120号）以及《关于委托德清县建设开发有限公司负责康乾新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2014〕160号），公司本部及子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发工作，拆迁工作所需的资金由公司本部及子公司负责筹措并承担资金使用费，土地一级开发工作完成后，公司根据德清县国土资源局土地出让计划将土地交由德清县国土资源局走“招拍挂”程序进行土地出让，土地出让后出让金上缴德清县财政局，在扣除相关契税、规费后，扣除德清县人民政府和德清县国土资源局的工作经费，剩余部分确认土地开发收入。

2019年后，根据德清县人民政府、德清县自然资源和规划局与公司本部及子公司德清建开签订的《合作开发土地协议》，公司本部及子公司德清建开仍负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发，并筹集承担土地一级开发所需各项投入、费用，土地一级开发包括农用地转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，收益分配方式为按照项目投资成本的20%作为加成比例结算给公司本部及子公司德清建开。

2019年公司实现土地开发收入25,937.31，同比增长72.92%，毛利率水平为16.67%，较

上年下降4.11个百分点。2019年公司整理并出让土地面积155.95亩，均为商住用地。截至2019年底，公司已整理完成但尚未出让的土地2,408.26亩，正在整理的土地面积3,335.79亩，且公司在建的土地开发项目规模较大，未来业务可持续性较好，但受政府土地规划及市场等因素影响，存在一定波动性。公司主要在建的土地开发项目包括康乾新区、武康城东新区项目，计划总投资936,462.68万元，尚需投资449,290.89万元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表4 截至2019年底公司主要在建的土地开发项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
康乾新区土地开发项目	737,704.30	338,625.71	399,078.59
武康城东新区土地开发项目	198,758.38	148,546.08	50,212.30
合计	936,462.68	487,171.79	449,290.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司本期债券募投项目德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目仍在建设，计划总投资137,554.57万元，已投资58,281.87万元，募投项目建成后收入来源于项目安置房、商品房、停车位、商业用房及储藏室出售收入和广告收入。

公司从事委托代建业务，但目前在建的基础设施代建项目较少，委托代建收入可持续性较弱

公司委托代建工程业务主要由公司本部、子公司德清建开以及子公司德清城开负责，业务模式为公司本部及子公司与委托方签订项目代建协议，按照完工进度确认收入，或工程项目完工达到可使用状态时，委托方将对公司完工项目进行验收，在验收合格后确认结算价款并支付结算资金，结算价款由投入成本加成一定比例构成。2019年公司实现委托代建收入9,673.44万元，同比减少29.71%，为德清县智能生态城城市客厅改造项目及德清县新高级中学建设工程项目确认的收入；毛利率较上年有所下降，主要系德清县新高级中学项目加成比例较低所致。

截至2019年底，公司在建的委托代建项目包括德清县新高级中学建设工程项目、德清县智能生态城城市客厅改造项目，合计总投资7.50亿元，尚需投资5.09亿元，但考虑到公司委托代建项目较少，委托代建收入可持续性较弱。

水务板块收入有所增长，但业务亏损加大

公司水务板块业务主要由下属子公司德清水务负责，主要经营模式为德清水务向德清县对河口水库购入原水，并由德清环中制水有限公司、德清达阔制水有限公司对原水加工处理，德清水务再向其购买清水并对外销售。供水能力方面，截至2019年底，公司实际供水能力为22万吨/日，供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区，覆盖率达到99%。

水价方面，德清县居民生活用水实行阶梯式水价制度和“按户计量、累进计费、按月缴费、全年结算”办法，阶梯水价的最终到户价格3.00元/吨-5元/吨不等；非居民用水中，服务业用水4.70元/吨，工业用水5.00元/吨，特种用水6.80元/吨，到户水价中包含污水处理费（生活用水0.85元/吨、服务业用水1.50元/吨、工业及特种用水1.80元/吨）及水源保护补偿资金0.20元/吨。2019年，公司水务板块实现收入与21,267.73万元，同比增长12.23%，水务板块毛利率近年为负，2019年毛利率下降至-15.70%，主要系管网租赁费较大幅度增加所致，且公司供水业务管网漏损率较高。

表5 公司供水业务情况

项目名称	2019 年	2018 年
供水户数（万户）	141,951	136,831
供水总量（万立方米）	7,041.00	6,900.00
售水总量（万立方米）	5,566.00	5,402.00
管网漏损率（%）	23.91	24.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

建材销售、工程服务等收入，为公司营业收入提供一定补充

建材销售业务主要由子公司德清县城市资产经营管理有限公司负责，主要为钢材贸易，上游供应商主要为钢材公司，采用货到付款与预付款结合的结算方式，下游客户主要为建筑施工企业，主要采用货到付款的结算方式，存在一定账期，公司存在一定回款风险。2019年公司实现建材销售收入17,320.21万元，同比增长268.42%，主要系业务量增加所致，但建材销售业务的毛利率水平较低。

公司工程服务业务主要由子公司德清县德城园林绿化工程服务有限公司（以下简称“德城绿化”）和子公司德清县市政工程有限公司（以下简称“德清市政”）负责。德城绿化主要从事绿化工程施工、建设、管理、养护，园林绿化工程设计，市政公用工程施工，土石方工程施工，单位绿化有偿服务管理等业务，德清市政拥有市政公用工程施工总承包二级和建筑工程施工总承包三级资质，承接项目主要通过邀请招标和公开市场招标方式取得，2019年公司实现工程服务实现营业收入12,688.37万元，同比增长26.16%，主要系工程项目增加所致，毛利率水平为18.34%，较上年有所提升。截至2019年底，公司在手工程施工合同规模约7,000万元，在手绿化养护合同规模约3,000万元，业务具有一定持续性。

公司获得的外部支持力度较大

公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，获得的外部支持力度较大。2019年德清建发将德清县建设发展集团停车场管理有限公司、德清水务无偿划入公司，系同一控制下的企业合并，增加公司资本公积3,308.98万元，且控股股东德清建发向德清水务增资

2,000.00万元。2019年公司及其子公司德清建开、德清城开合计收到德清县财政局拨款46,690.85万元；且2019年德清县国资办同意将3处资产无偿划至公司、将2宗土地资产无偿划至子公司德清城开，提升了公司的资本实力。此外，政府补助方面，2019年公司收到政府补助及税费返还23,631.47万元，一定程度上提升了公司的利润水平。

表6 2019年公司主要资本公积变动情况（单位：万元）

资本公积			
类型	资本公积增加额	方式	依据文件
无偿划入股权	3,308.98	划入德清县建设发展集团停车场管理有限公司、德清水务	德建发复〔2019〕4号、德建发复〔2019〕11号
资本投入	2,000.00	德清建发向德清水务增资	-
	12,570.25	公司收到财政拨款	德清县财政局文件
	10,295.60	子公司德清建开收到财政拨款	
	23,825.00	子公司德清城开收到财政拨款	
无偿划入资产	71,297.16	无偿划入3处资产	德国资办〔2019〕45号
	8,944.53	无偿划入2宗土地资产	

资料来源：公司提供、公司2019年审计报告，中证鹏元整理

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告采用新会计准则编制，2018年数据为2019年调整数。2019年公司合并范围一级子公司增加3家，分别为德清县建设发展集团停车场管理有限公司、德清县金睿达投资管理有限公司、德清县水务有限公司，无减少一级子公司，截至2019年底，公司纳入合并范围一级子公司12家。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但存货和其他应收款占比较高，往来款规模过大，整体资产流动性较弱

截至2019年底，公司总资产规模2,042,625.80万元，同比增长17.64%，仍以流动资产为主，2019年底流动资产占比85.03%。

公司货币资金2019年底规模210,080.38万元，同比减少12.00%，公司受限货币资金47,914.09万元，主要系借款质押的定期存单、借款保证金等，货币资金受限比例22.81%。

公司其他应收款规模继续增长，截至2019年底，公司其他应收款账面价值892,273.83万元，占总资产比重43.68%，主要系往来款，其中前五大其他应收款对象包括德清县城市建设发展总公司、德清县教育发展有限公司、德清县新农村建设投资有限公司、德清县林业发展有限公司、德清县千秋物业管理有限公司，合计667,492.03万元，占期末其他应收款期末余额的74.52%，对公司营运资金造成较大占用，且回收时间具有一定不确定性。公司存货主要为土地整理项目开发成本，2019年同比增长35.35%，主要系公司在建项目持续投入所致，其中70,321.14万元存货受限，系部分土地使用权，受限比例12.91%。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税以及委托贷款等，截至2019年底公司对湖州莫干山高新集团有限公司委托贷款余额40,000.00万元，公司收取利息。

表7 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	210,080.38	10.28%	238,737.20	13.75%
其他应收款	892,273.83	43.68%	828,529.83	47.72%
存货	544,862.68	26.67%	402,548.94	23.18%
其他流动资产	70,721.58	3.46%	30,885.23	1.78%
流动资产合计	1,736,940.37	85.03%	1,516,447.04	87.34%
投资性房地产	61,172.99	2.99%	37,477.60	2.16%
固定资产	215,977.47	10.57%	156,021.41	8.99%
非流动资产合计	305,685.44	14.97%	219,851.31	12.66%
资产总计	2,042,625.80	100.00%	1,736,298.35	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，截至2019年底公司投资性房地产规模61,172.99万元，同比增长63.23%，主要系当期购入所致；期末投资性房地产受限账面价值17,483.32万元，受限比例28.58%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、设备等，截至2019年底，固定资产规模215,977.47万元，同比增长38.43%，主要系德清县国资办向公司无偿划入3处固定资产所致。

整体来看，公司资产规模增长较快，但资产中其他应收款和存货占比较高，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，且回收时间具有一定不确定性，存货主要为开发成本，公司土地所有权中3.24亿元系公用设施等用途的划拨地，且截至2019年底，公司受限资产包括货币资金、存货、投资性房地产等，合计136,423.37万元，占总资产比重的6.68%，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，政府补助一定程度上提升了公司的利润水平

2019年公司实现营业收入94,588.21万元，同比增长42.04%，土地整理、水务、建材销售、工程服务等收入均有不同程度增长，土地开发、委托代建收入2019年合计占总营业收入比重的37.65%，水务板块、建材销售、工程服务收入分别占比22.48%、18.31%、13.41%。毛利率方面，2019年公司综合毛利率水平分别为8.47%，较上年下降1.39个百分点，土地整理、委托代建、水务业务毛利率均有所下降所致。

公司2019年财务费用同比增长56.31%，系当期利息支出增加、利息收入减少所致。2019年公司其他收益23,631.47万元，系政府补助及税收返还，一定程度上提升了公司的利润水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	94,588.21	66,591.25
其他收益	23,631.47	15,909.03
营业利润	12,693.83	9,534.80
利润总额	12,751.80	9,550.13
综合毛利率	8.47%	9.86%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金净流出规模大，且公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力

公司2019年收现比0.96，较上年有所下降，近年来经营性现金净流出规模大，主要系公司从事土地整理及基础设施建设项目投入支出较多以及往来款过多所致，经营活动现金流表现欠佳。

投资活动方面，2019年公司购置固定资产、投资性房地产等以及投资支付的现金规模较大，使得投资活动现金呈现净流出；其中，收回投资收到的现金及投资支付的现金主要系委托贷款所致。筹资活动方面，公司对外融资力度较大，2019年筹资活动产生的现金净流入229,891.87万元。虽然公司筹资活动流入的资金弥补了公司经营及投资活动的资金流出，但同时也增加了公司的债务压力。

整体来看，公司经营性现金净流出规模大，且在建项目尚需投资规模较大，随着公司工程建设业务的推进，公司面临较大资金压力。

表9 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
----	--------	--------

收现比	0.96	1.08
销售商品、提供劳务收到的现金	91,162.03	71,707.23
收到的其他与经营活动有关的现金	278,570.77	154,927.98
经营活动现金流入小计	369,732.80	228,169.21
购买商品、接受劳务支付的现金	171,915.33	200,309.59
支付的其他与经营活动有关的现金	365,533.72	351,173.99
经营活动现金流出小计	545,793.05	557,463.30
经营活动产生的现金流量净额	-176,060.26	-329,294.10
投资活动产生的现金流量净额	-54,330.57	-55,312.33
筹资活动产生的现金流量净额	229,891.87	409,792.36
现金及现金等价物净增加额	-498.96	25,185.93

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，存在较大偿债压力

截至2019年底，公司负债总额1,282,202.87万元，同比增长14.56%，主要系公司应付债券等增加所致。公司所有者权益继续增长，主要系股权划拨、资本注入以及公司盈利积累所致，截至2019年底，公司所有权权益760,422.93万元，同比增长23.23%。截至2019年底，公司产权比率168.62%，所有者权益对负债的保障程度有所上升。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,282,202.87	1,119,207.17
所有者权益	760,422.93	617,091.18
产权比率	168.62%	181.37%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司短期借款规模 50,700.00 万元，包括保证借款、质押保证借款、抵押借款。公司其他应付款 2019 年有所下降，主要为往来款减少所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 246,807.05 万元，占总负债比重的 19.25%，包括一年内到期的长期借款及应付债券。

公司非流动负债占总负债比重仍较高，截至 2019 年底公司长期借款 717,421.45 万元，长期借款规模仍较大，占总负债比重 55.95%，其中保证借款、质押及保证借款、质押借款分别占期末长期借款比重的 42.29%、26.70%、15.28%，质押物主要包括定期存单以及公司部分项目的应收款项权益权、水费收益权等。截至 2019 年底，公司应付债券规模 177,476.38 万元，包括公司 2019 年发行的 19 德清 01、19 恒达 01 两只债券以及供水收费

权资产支持专项计划。

表11 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
短期借款	50,700.00	3.95%	35,050.00	3.13%
其他应付款	56,373.97	4.40%	97,740.59	8.73%
一年内到期的非流动负债	246,807.05	19.25%	162,707.54	14.54%
流动负债合计	372,704.64	29.07%	312,165.08	27.89%
长期借款	717,421.45	55.95%	750,045.93	67.02%
应付债券	177,476.38	13.84%	42,276.99	3.78%
非流动负债合计	909,498.23	70.93%	807,042.09	72.11%
负债合计	1,282,202.87	100.00%	1,119,207.17	100.00%
有息负债	1,202,417.88	93.78%	1,000,093.46	89.36%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司资产负债率 62.77%，较上年下降 1.69 个百分点，系当期股权划转、资本投入等使得所有权权益规模增长所致。2019 年公司短期有息负债增长幅度较大，现金短期债务比下降至 0.71。公司 2019 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.60，公司息税折旧摊销前收益对利息的保障程度仍较低。

截至 2019 年底，公司有息负债规模 1,202,417.88 万元，占总负债比重的 93.78%。根据公司有关债务偿还期限分布表，截至 2019 年底，公司 2020、2021 年分别需偿还有息负债 29.75 亿元、25.12 亿元，公司有息负债规模较大，面临较大的偿债压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	62.77%	64.46%
现金短期债务比	0.71	1.21
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.55
有息债务/EBITDA	39.97	42.46

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

表13 截至 2019 年底公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
有息债务	29.75	25.12	16.50	48.87	120.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

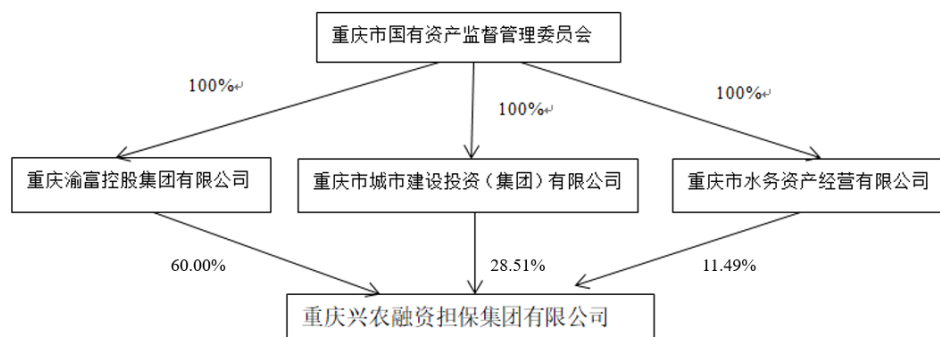
六、债券偿还保障分析

第三方担保

兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，其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高本期债券的信用水平

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下图所示。

图 1 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仍能有效提升本期债券信用水平。

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4月9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；公司本部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年底，公司对外担保金额6,000.00万元，占期末公司所有者权益比重的0.79%，担保对象为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
德清联创科技新城建设有限公司	6,000.00	2024/12/20	否
合计	6,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年公司外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，公司获得的外部支持力度较大，且兴农担保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信用水平。

同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存货主要为土地整理项目开发成本等，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，回收时间具有一定不确定性，主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力，有息负债规模较大，面临较大偿债压力。

综上所述，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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（调整期初数）	2018 年（期末数）	2017 年（调整期初数）	2017 年（期末数）
货币资金	210,080.38	238,737.20	198,743.79	212,784.61	176,277.49
其他应收款	892,273.83	828,529.83	743,113.79	545,542.07	450,405.68
存货	544,862.68	402,548.94	399,381.32	242,487.63	242,364.34
固定资产	215,977.47	156,021.41	115,045.69	95,300.26	95,298.95
总资产	2,042,625.80	1,736,298.35	1,540,154.44	1,115,351.66	982,130.69
短期借款	50,700.00	35,050.00	3,800.00	7,600.00	7,600.00
一年内到期的非流动负债	246,807.05	162,707.54	152,308.14	33,362.00	33,362.00
长期借款	717,421.45	750,045.93	710,085.32	542,672.10	464,960.45
应付债券	177,476.38	42,276.99	0.00	0.00	0.00
总负债	1,282,202.87	1,119,207.17	934,982.63	653,603.96	550,048.81
有息债务	1,202,417.88	1,000,093.46	876,206.46	583,634.10	505,922.45
所有者权益	760,422.93	617,091.18	605,171.82	461,747.70	432,081.87
营业收入	94,588.21	66,591.25	48,751.05	49,605.59	42,363.22
其他收益	23,631.47	15,909.03	7,973.27	1,736.00	1,736.00
营业利润	12,693.83	9,534.80	9,876.83	21,715.44	21,857.95
净利润	12,211.88	9,087.86	9,413.85	21,491.95	21,621.00
经营活动产生的现金流量净额	-176,060.26	-329,294.10	-323,827.05	-208,047.03	-185,404.44
投资活动产生的现金流量净额	-54,330.57	-55,312.33	-52,953.86	29,535.79	29,535.79
筹资活动产生的现金流量净额	229,891.87	409,792.36	375,578.13	281,910.75	259,806.15
财务指标	2019 年	2018 年（调整期初数）	2018 年（期末数）	2017 年（调整期初数）	2017 年（期末数）
综合毛利率	8.47%	9.86%	15.00%	43.89%	50.79%
收现比	0.96	1.08	1.07	0.97	0.97
产权比率	168.62%	181.37%	154.50%	141.55%	127.30%
资产负债率	62.77%	64.46%	60.71%	58.60%	56.01%
现金短期债务比	0.71	1.21	1.27	5.19	4.30
EBITDA（万元）	30,083.47	23,556.46	15,593.57	22,099.82	22,149.12
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.55	0.42	1.01	1.02
有息债务/EBITDA	39.97	42.46	56.19	26.41	22.84

注：2018 年数据为 2019 年调整数

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年底纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册 资本	持股 比例	业务性质
德清县建设开发有限公司	60,600	82.51%	基础设施、土地开发
德清县建安建设工程检测有限公司	500	100.00%	工程实体质量检测、装修材料、咨询
德清县德城园林绿化工程服务有限公司	15,000	100.00%	绿化工程施工、养护
德清县市政工程有限公司	9,509	100.00%	市政工程建设
德清县城市投资开发有限公司	50,000	100.00%	基础设施、土地开发
德清县众汇房地产经纪有限公司	35	100.00%	房地产中介服务、咨询
德清县春晖房地产开发有限公司	1,180	100.00%	房地产开发、经营
德清县城市资产经营管理有限公司	30,000	100.00%	资产管理、投资管理
德清县市场经营管理有限公司	100	100.00%	市场经营管理、市场开发建设
德清县建设发展集团停车场管理有限公司	20,000	100.00%	资产投资管理
德清县金睿达投资管理有限公司	72,000	51.39%	停车场及相关设施建设运营
德清县水务有限公司	3,600	100.00%	供水生产及供应

资料来源：公司 2019 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债}$

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。