



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2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



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2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级		
2017年第一期	AAA	AAA
2018年第一期	AA+	AA+
评级日期	2021-6-25	2020-6-27

债券概况

债券简称:

2017年第一期: PR 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

债券剩余规模:

2017年第一期: 3.2 亿元

2018年第一期: 8 亿元

债券到期日期:

2017年第一期: 2024-12-18

2018年第一期: 2025-07-23

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%

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

联系方式

项目负责人: 罗力

luol@cspengyuan.com

项目组成员: 万蕾

wanl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

www.cspengyuan.com

评级观点

- 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 18 日发行的“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”与 2018 年 7 月 23 日发行的“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”的 2021 年度跟踪评级结果为：“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”信用等级维持为 AAA，“18 桐建 01/18 桐建投专项债 01”信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 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，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，存在一定的资金压力，短期债务压力有所增加，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性好，未来收入较有保障。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	113.76	115.33	137.28
所有者权益	66.68	69.92	66.33
总债务	39.31	38.55	65.42
资产负债率	41.38%	39.37%	51.69%
现金短期债务比	0.11	0.22	1.37
营业收入	9.33	7.85	14.46
其他收益	0.52	1.50	0.30
利润总额	1.20	1.03	1.51
销售毛利率	7.55%	6.44%	15.86%
EBITDA	2.02	2.97	2.78
EBITDA 利息保障倍数	1.15	0.92	0.74
经营活动现金流净额	0.11	0.48	-7.03
收现比	0.23	0.93	0.58

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **桐城市固定资产投资增长较快，经济继续保持增长，为公司发展提供了良好基础。**2020 年桐城市固定资产投资增长 12.1%，固定资产投资增长较快，拉动经济增长。2020 年，桐城市实现地区生产总值 392.8 亿元，按可比口径增长 3.0%，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 2020 年末，存货中的市政基础设施项目、在建的房地产项目账面开发成本及开发产品金额较大，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，业务持续性较好。
- **第三方担保提供的保证担保仍能有效提升债券信用水平。**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“PR 桐建 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”）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”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产主要由应收款项及存货构成，其中，应收款项规模较大，对资金形成一定占用，回收时间存在不确定性。存货以土地、市政基础设施和房地产项目为主，集中变现能力弱，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱。
- **公司主要在建项目尚需投资金额较大，存在一定的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，大部分需公司自筹，存在一定资金压力。
- **公司总债务规模较大，短期债务压力有所增加。**近年公司总债务规模较大，占总负债比重较高，公司现金短期债务比持续下滑，短期债务压力有所增加。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月18日发行PR桐建01/17桐建投专项债01，于2018年7月23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，计划用于桐城市停车场建设项目的建设和补充营运资金；截至2020年12月31日，桐城市城市停车场项目已投资8.48亿元，债券募集资金专项账户余额为247.47万元。

三、发行主体概况

2020年，公司名称、主营业务、股权结构没有发生变化。截至2020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。

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。2020年，公司合并报表范围无变化，截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共6家（详见附录二）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长

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。

3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据

等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年桐城市经济保持增长，投资仍是拉动经济增长的主要动力

2020年，桐城市实现地区生产总值392.8亿元，按可比口径增长3.0%，经济保持增长，三次产业结构由8.19:51.80:40.01调整为8.8:50.2:41。2020年桐城市人均GDP为57,254.54元为全国人均GDP的79.03%。

2020年，桐城市规模以上工业增加值同比增长5.8%。规模以上工业中，高新技术产业增加值增长30.2%，较去年同期提高了7.2个百分点，战略性新兴产业产值增长36.3%，较去年同期提高了21.4个百分点，创近五年的最高水平。此外2020年，桐城市新增规上工业企业20家、战略性新兴产业18家、高新技术企业22家、产值超10亿元企业2家，招引产业链项目92个，中建材浚鑫、杭科半导体等项目竣工投产，绿色包装、机电装备首位产业产值超390亿元。

投资依旧是拉动桐城市经济增长的主要动力。2020年桐城市固定资产投资增长12.1%，固定资产投资增长较快，对经济拉动作用明显，全年共开工项目54个，总投资额达140.7亿元，新签约项目54个，总投资120.1亿元，上海晨兴希姆通智能终端、江阴华丰高阻隔绿色包装、上海九本环保设备、利升（南京）农业投资有限公司软包装等项目落地，青草安全健康防护产业园、品行科技商用车配件、美祥动车配件、锦佰环保塑料包装、新希望生猪一体化等项目顺利开工。2020年全市完成社会消费品零售额132.3亿，同比增长2.9%，限上消费品零售额24.34亿元，同比增长4.4%。

表 1 桐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	392.8	3.0%	380.9	8.0%
第一产业增加值	-	-	31.2	2.8%
第二产业增加值	-	-	197.3	10.1%
第三产业增加值	-	-	152.4	6.0%
规模以上工业产值	-	5.8%	-	10.7%
固定资产投资	-	12.1%	-	13.7%
社会消费品零售总额	132.3	2.9%	116.3	10.1%
进出口总额（亿美元）	-	-	2.04	31.8%
存款余额	535.2	-	483.9	11.0%

贷款余额	-	-	304.2	11.5%
人均 GDP (元)		57,254.54		55,520
人均 GDP/全国人均 GDP		79.03%		78.32%

注：2020 年人均 GDP 根据 2019 年常住人口计算

资料来源：桐城市 2019 年国民经济与社会发展统计公报、桐城市 2020 年 1-12 月份全市主要经济指标、桐城市 2021 年政府工作报告等，中证鹏元整理

2020 年桐城市实现公共财政收入 18.21 亿元，同比下降 4.1%；实现政府性基金收入 25.95 亿元，同比增长 52.9%。同期桐城市公共财政支出为 54.40 亿元，同比增长 5.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 33.47%。

五、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销售收入仍为公司收入的主要来源，2020 年公司新增劳务代理业务。得益于房地产销售收入大幅增长，2020 年公司营业收入增至 9.33 亿元。毛利率方面，得益于毛利率较高的房地产销售收入比重上升，2020 年公司销售毛利率小幅升至 7.55%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施	51,958.93	10.67%	73,832.70	10.71%
房地产销售	36,486.46	17.05%	3,892.06	26.87%
劳务代理	3,032.98	0.80%	0.00	-
其他	707.85	31.73%	59.77	70.73%
其他业务收入	1,128.07	-440.50%	747.55	-527.09%
合计	93,314.29	7.55%	78,532.08	6.44%

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：公司提供，中证鹏元整理

公司市政基础设施建设收入有所下滑，考虑在建项目较多，该业务持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

作为桐城市基础设施的主要投资和建设主体之一，公司就基础设施项目建设与桐城市人民政府签订《城市基础设施项目委托代建协议》（以下简称“代建协议”）。根据代建协议，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继续保持较大规模，2020 年公司市政基础设施收入为 5.20 亿元，受工程进度的影响有所下滑，2020 年毛利率 10.67%，较为稳定。

表 3 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
2020年	徐庄安置点	12%	27,049.01
	双新开发区项目-尹洛小区三期	12%	5,878.30
	王墩棚户区	12%	18,484.11
	文昌一期-（改制7户安置户）	12%	547.51
合计	-	51,958.93	
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	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为19.39亿元，主要为代建的棚户区改造项目、零星工程及自建的桐城市城市停车场建设项目等，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、桐城现代智慧农业产业园、通用机场、桐城市城区农贸市场建设等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2020年末，公司主要在建拟建市政基础设施项目预计总投资25.01亿元，已投14.30亿元，尚需投资10.71亿元，业务持续性较好，但面临一定的资金压力。

表 4 截至 2020 年 12 月末公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
体育中心	24,560.00	18,981.00	是
中一路菜市场	1,929.00	1,856.00	是
合安高铁项目	21,360.00	14,994.00	是
文化活动中心	5,028.00	3,771.00	是
兴尔旺菜市场	780.00	640.00	是
融媒体中心	3,120.00	1,322.00	是
建设局负责项目	6,806.00	3,143.00	是
桐城市城市停车场项目	120,300.00	84,760.00	否
桐城现代智慧农业产业园	16,224.00	13,580.22	否
桐城市城区农贸市场建设项目	50,000.00	0.00	否
合计	250,107.00	143,047.22	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司房地产销售收入大幅增长，且公司在建项目投资规模较大，该业务持续性较有保障，但亦面临一定资金压力

公司房地产业务由2018年划入的桐城市住宅建设有限公司（以下简称“住宅建设公司”）负责运营，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。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。

截至2020年末文都名郡项目和文昌苑一期项目已基本完成销售。截至2020年末，公司完工在售房地产项目主要文昌苑二期项目，该项目主要为限价商品房。文昌苑二期项目位于桐城市文昌大道与文二路交叉口，自2016年9月1日起开始项目前期工作，并已于2020年12月9日全部完工，该项目预计总投资额为5.10亿元，公司实际投资5.30亿元，可售面积101,381.73万平方米，截至2020年末，已销售59,261.64万平方米。

2020年公司部分前期预售的房地产项目达到确认收入条件，推动公司房地产销售收入规模上升，2020年公司实现房地产销售收入36,486.46万元，受房地产项目位置及市场价格波动等因素影响，2020年该业务毛利率由28.21%降至17.05%。

表 5 公司房地产销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，万元）

项目名称	可售面积	销售均价	2020 年末已售面积	2020 年收入	2019 年收入
文都名郡	36,877.03	4,500.00	36,877.03	104.18	0.00
文昌苑一期	12,566.69	6,250.00	12,566.69	380.95	3,892.06
文昌苑二期	101,381.73	6,052.09	59,261.64	36,001.33	0.00
合计	150,825.45	-	60,113.39	36,486.46	3,892.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020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。2020年末公司主要在建房地产项目总投资24.41亿元，已投资16.27亿元，尚需投资8.14亿元，项目规模仍较大，随着项目完工并销售，公司房地产销售收入较有保障，但未来也面临一定的资金压力。

表 6 截至 2020 年末公司在建房产项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
桐城市文昌社区棚户区改造项目	178,083.92	153,671.29	24,412.63
桐城市盛唐南路小区（房地产开发）	66,000.00	9,000.00	57,000.00
合计	244,083.92	162,671.29	81,412.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司新增劳务代理收入，丰富了公司收入来源

公司劳务代理业务系公司的孙公司桐城城投劳务有限公司（以下简称“桐城劳务”）负责运营，公司主要承接桐城市建安工程项目的劳务服务业务等，2020年实现营业收入3,032.98万元，该业务毛利率较低，仅为0.80%。

公司持续获得一定政府补助

作为桐城市主要的基础设施建设主体，公司在政府补助等方面得到当地政府的较大支持。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》，2020年公司获得政府补贴1.50亿元，其中1.00亿元用于贷款利息补助，直接冲减财务费用，0.50亿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。同期，受部分土地被政府收储影响，公司资本公积较上年减少4.21亿元。

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2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围无变化，截至2020年末，公司共有6家子公司。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模有所下降，应收款项及存货占比较高，且部分资产受限，资产整体流动性较弱

截至2020年末，公司总资产为113.76亿元，整体有所下降。公司资产以流动资产为主，2020年末流动资产占比为79.71%。

截至2020年末，公司货币资金为1.13亿元，其中有价值1,345.26万元的货币资金系商品房按揭贷款保证金，使用受限。公司应收账款主要系应收桐城市人民政府的建设项目款项，随着公司市政建设等业务不断推进，2020年应收账款规模大幅增加，其中10.00亿元用于借款质押。公司其他应收款主要为借出款项等，其中对桐城市开发区建设投资有限公司、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、桐城市国土储备中心及桐城商贸城有限责任公司借出款项合计7.77亿元，占其他应收款的86.69%，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，2020年末账面价值60.39亿元，其中土地成本25.82亿元，同比有所减少，均为出让地，土地用途为商住、住宅、商业、其他商服和建设用地，市政建设基础设施为19.39亿元，主要是公司停车场项目及其他零星市政项目等；开发成本8.36亿元，主要系桐城市文昌社区棚户区改造项目、盛唐南路小区项目等；开发产品6.76亿元，较上

年增加较多，主要系桐城市文昌社区棚户区改造项目部分完工结转所致。截至2020年末，存货中账面价值共计24.76亿元的土地因借款抵押受限。

公司可供出售金融资产主要为公司对安庆市同安实业有限公司、桐城徽银城镇化一号基金（有限合伙）、华安理财安兴101号定向资产管理计划等企业的投资，跟踪期内新增了对安徽金田高新材料股份有限公司、桐城市双新开发区建设发展有限公司等企业的投资。2020年公司持有和处置可供出售金融资产的投资收益共2,455.26万元，未来如果投资被公司发生亏损，公司将面临一定投资风险。2020年末，公司投资性房地产账面价值为15.76亿元，主要为政府注入的保障房及商业等，公司预计将其用于出租，未来对公司业务形成一定补充。截至2020年末，账面价值2.24亿元的投资性房地产尚在办理产权证。

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。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11,307.74	0.99%	12,025.92	1.04%
应收账款	189,413.28	16.65%	126,947.62	11.01%
其他应收款	89,675.69	7.88%	106,497.90	9.23%
存货	603,902.82	53.08%	673,488.78	58.40%
流动资产合计	906,825.41	79.71%	933,896.85	80.98%
可供出售金融资产	61,689.75	5.42%	46,986.39	4.07%
投资性房地产	152,338.67	13.39%	157,629.01	13.67%
非流动资产合计	230,803.94	20.29%	219,355.74	19.02%
资产总计	1,137,629.35	100.00%	1,153,252.59	100.00%
其中：现金类资产	11,307.74	0.99%	12,025.92	1.04%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司主业盈利能力有所提升但仍较低，待回购市政工程项目及房地产项目规模较大，预计未来收入仍有一定保障，但公司收入质量不高，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。2020年，得益于房地产销售收入大幅增加，公司实现营业收入增至9.33亿元，截至2020年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为19.39亿元，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15.12亿元，随着项目完工及对外出售，预计未来收入仍有一定保障。毛利率方面，得益于毛利率较高的房地产收入占比提升，2020年公司毛利率升至7.55%。2020年公司收现比为0.23，收现能力较上年有所下降，主业回款能力趋弱。

2020年公司确认政府补助收入1.52亿元（包括财政贴息1.00亿元和计入其他收益财政补助0.52亿元），占同期公司利润总额126.82%，提升了公司利润水平。

受以上因素综合影响，2020年公司利润水平增至1.20亿元，主业盈利能力有所提升，但公司利润水平对政府补贴依赖水平较高，且主业回款能力趋弱。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	93,314.29	78,532.08
收现比	0.23	0.93
营业利润	12,000.29	10,318.10
其他收益	5,180.83	15,041.14
利润总额	11,970.15	10,263.57
销售毛利率	7.55%	6.44%

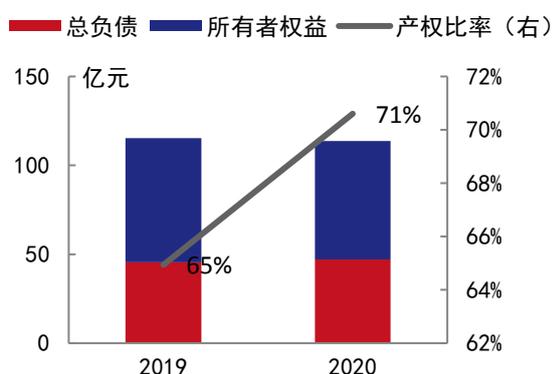
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，短期债务压力有所增加

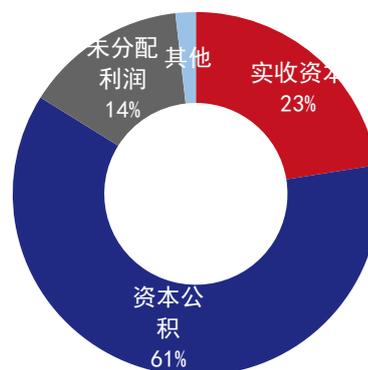
随着公司市政建设项目等不断推进，公司融资规模有所增长，负债总额由2019年末的45.40亿元增加至2020年末47.08亿元。从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2020年末非流动负债占比为68.18%。受部分土地资产被政府收储的影响，公司2020年末所有者权益降至66.68亿元。2020年末公司所有者权益主要为资本公积，资本公积占所有者权益的比重为61.42%。2020年公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的覆盖程度有所降低。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司短期借款1.50亿元，均为保证借款。2020年末，公司预收款均为购房款，因预收房款确认收入致使规模下降。2020年末公司其他应付款主要为押金、保证金及拆借款、暂收财政棚户区改造资金等。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。

截至2020年末，公司长期借款主要包括抵押借款6.52亿元、质押借款7.24亿元，抵质押物为公司持有的部分土地资产和应收账款。2020年末公司应付债券主要系17桐建投专项债01、18桐建投专项债01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及应付融资租赁款。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,000.00	3.19%	2,000.00	0.44%
预收款项	19,368.29	4.11%	41,392.20	9.12%
其他应付款	40,524.67	8.61%	26,837.51	5.91%
一年内到期的非流动负债	71,774.80	15.25%	53,852.54	11.86%
流动负债合计	149,827.45	31.82%	124,408.50	27.40%
长期借款	139,600.42	29.65%	99,826.96	15.64%
应付债券	89,820.47	19.08%	143,037.28	31.50%
长期应付款	91,550.81	19.45%	86,764.60	19.11%
非流动负债合计	320,971.70	68.18%	329,628.84	72.60%
负债合计	470,799.15	100.00%	454,037.35	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着外部融资规模扩大，跟踪期内公司总债务余额有所增长，2020年末公司总债务余额为39.31亿元，较上年末增长1.99%；其中长期债务29.44亿元，占比较高。

图 3 公司债务占负债比重

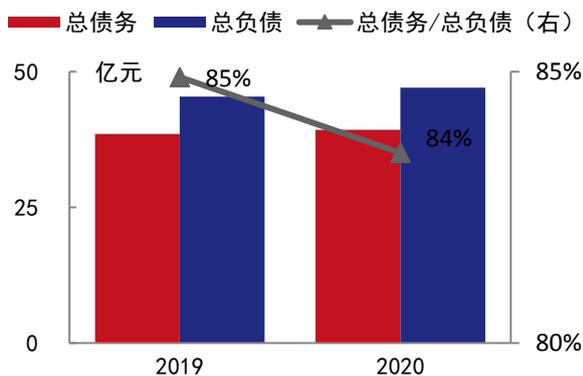
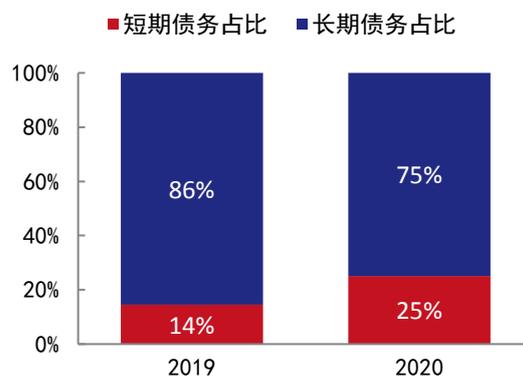


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着债务规模增长，2020年末公司资产负债率增至41.38%，短期偿债指标方面，受短期债务规模增加影响，公司现金短期债务比降至2020年末的0.11，现金类资产对短期债务的覆盖能力趋弱。受财政贴息增加影响，公司利息支出规模有所下降，2020年EBITDA利息保障倍数升至1.15，但公司总债务规模较大，短期债务压力有所增加。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	41.38%	39.37%
现金短期债务比	0.11	0.22
EBITDA 利息保障倍数	1.15	0.92

注：2020年公司收到政府贷款利息补贴1.00亿元，直接冲减利息支出，致使当年利息支出与EBITDA同步下降
 资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年3月10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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额17.21亿元，占同期所有者权益的25.82%，被担保单位企业性质主要为当地国有企业，但担保规模较大且未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

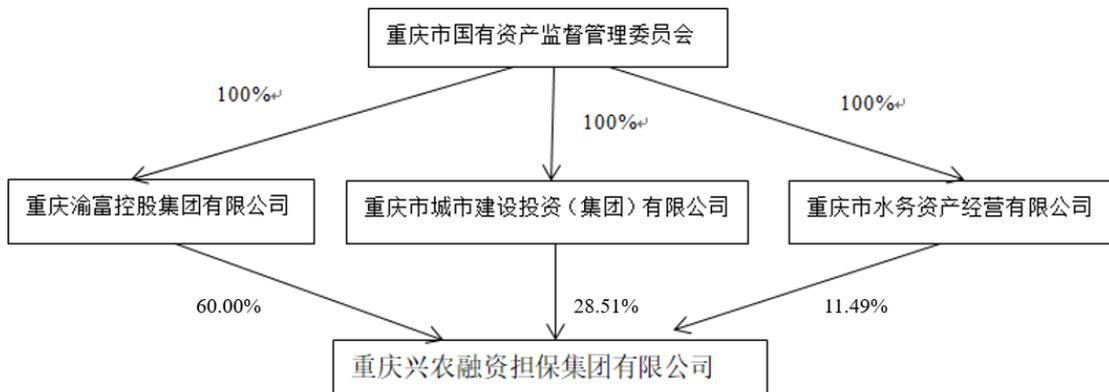
被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
桐城市交通投资有限责任公司	20,000.00	2034.3	否
桐城市交通投资有限责任公司	27,425.00	2028.1	否
桐城市交通投资有限责任公司	20,000.00	2023.9	否
桐城市东部新城建设发展有限公司	91,723.00	2034.4	否
桐城双新经济开发区建设发展有限公司	11,000.00	2032.11	否
金田集团（桐城）塑业有限公司	2,000.00	2021.5	否
合计	172,148.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

兴农担保为“PR 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。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，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2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图 5 截至 2020 年末兴农担保股权结构


资料来源：兴农担保 2020 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。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表 12 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
合计	116,759.94	100.00%	104,574.85	100.00%	74,286.43	100.00%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表 13 近年兴农担保主要财务数据（万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85
营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%

融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

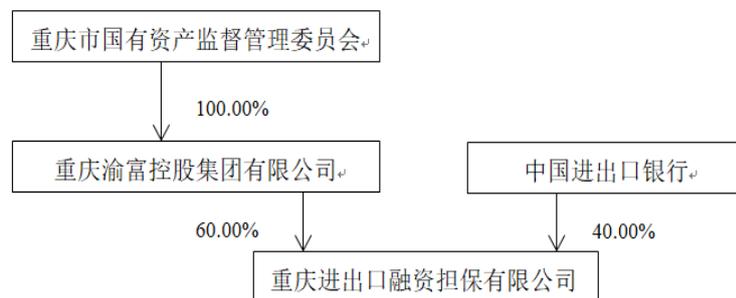
资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

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“PR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由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营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”）；历经多次增资，截至2020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，股权结构如下图所示。

图 6 截至 2020 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。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入45,379.63万元、56,106.89万元和69,436.56万元，营业收入规模整体保持增长。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 14 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%

其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
合计	69,436.56	100.00%	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口资产总额为636,020.22万元，所有者权益合计为383,731.71万元；2020年度，重庆进出口实现营业总收入69,436.56万元，利润总额24,046.06万元。

表 15 近年重庆进出口主要财务数据（万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 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。

九、结论

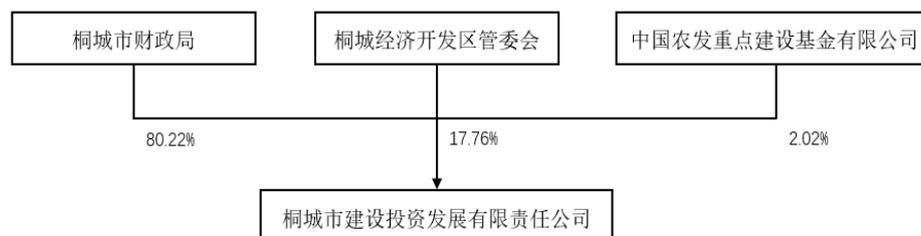
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR桐建01/17桐建投专项债01”信用等级为AAA，“18桐建01/18桐建投专项债01”信用等级为AA+。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	11,307.74	12,025.92	136,224.63
应收账款	189,413.28	126,947.62	223,509.26
存货	603,902.82	673,488.78	692,005.93
流动资产合计	906,825.41	933,896.85	1,176,493.69
投资性房地产	152,338.67	157,629.01	72,323.99
非流动资产合计	230,803.94	219,355.74	196,328.59
资产总计	1,137,629.35	1,153,252.59	1,372,822.28
短期借款	15,000.00	2,000.00	1,980.00
其他应付款	37,411.99	23,395.72	32,791.64
一年内到期的非流动负债	71,774.80	53,852.54	97,423.00
流动负债合计	149,827.45	124,408.50	154,734.58
长期借款	139,600.42	99,826.96	176,988.00
应付债券	89,820.47	143,037.28	164,866.46
长期应付款	91,550.81	86,764.60	212,978.80
非流动负债合计	320,971.70	329,628.84	554,833.26
负债合计	470,799.15	454,037.35	709,567.84
总债务	393,141.69	385,481.38	654,236.26
所有者权益	666,830.19	699,215.25	663,254.44
营业收入	93,314.29	78,532.08	144,610.27
营业利润	12,000.29	10,318.10	15,128.24
其他收益	5,180.83	15,041.14	3,000.00
利润总额	11,970.15	10,263.57	15,071.26
经营活动产生的现金流量净额	1,109.06	4,757.01	-70,264.21
投资活动产生的现金流量净额	9,681.35	-46,469.98	-44,946.84
筹资活动产生的现金流量净额	-11,814.41	-68,939.83	53,646.49
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	7.55%	6.44%	15.86%
收现比	0.23	0.93	0.58
资产负债率	41.38%	39.37%	51.69%
现金短期债务比	0.11	0.22	1.37
EBITDA（亿元）	2.02	2.97	2.78
EBITDA 利息保障倍数	1.15	0.92	0.74

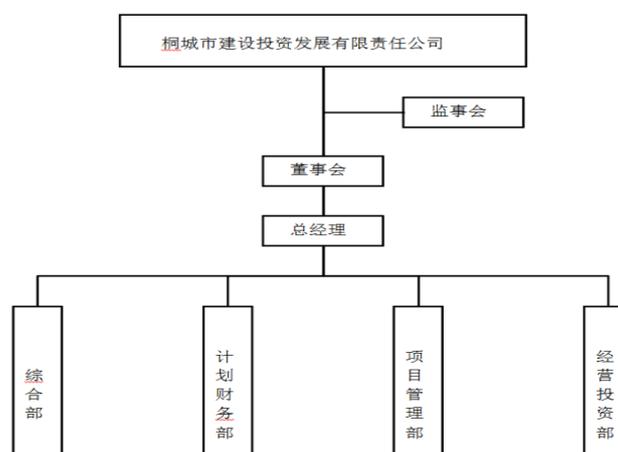
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020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	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、建筑安装工程项目等
安徽紫来进出口有限公司	20,000.00	100%	货物或技术进出口，普通仓储服务等
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，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。