



2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券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
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： 梁楷

2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券 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	AAA	AAA
评级日期	2021-06-25	2020-08-28

债券概况

债券简称：18 汝城顺兴 01/18 顺兴 01

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2026-01-07

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

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

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872123

评级观点

- 中证鹏元对汝城县顺兴投资开发有限公司（以下简称“顺兴投资”或“公司”）及其 2019 年 01 月发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：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：2020 年汝城县经济保持增长，并且公司持续获得较大力度的外部支持，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）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有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力等风险因素。

未来展望

- 公司是汝城县基础设施建设主体之一，预计将持续获得较大力度的外部支持。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 年	2019 年	2018 年
总资产	55.02	51.04	46.96
所有者权益	45.69	44.66	43.63
总债务	8.46	5.95	0.00
资产负债率	16.96%	12.51%	7.09%
现金短期债务比	1.31	-	-
营业收入	2.25	2.19	2.14
其他收益	0.28	0.18	0.13
利润总额	1.09	1.13	1.03
销售毛利率	15.26%	20.03%	10.69%
EBITDA	1.14	1.17	1.03
EBITDA 利息保障倍数	2.25	2.62	-
经营活动现金流净额	-1.90	-5.55	1.17
收现比	0.90	1.03	1.23

注：2018-2019 年无短期债务；2018 年因无利息支出，EBITDA 利息保障倍数无法计算。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **2020年汝城县经济保持增长。**2020年，汝城县实现GDP 91.42亿元，按不变价计算比上年增长4.1%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**作为汝城县基础设施建设主体之一，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发和房屋租赁等业务。2020年公司收到各类政府补助和税收优惠合计占利润总额的比重为62.54%，有效提升了公司利润水平。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**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可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2020年末公司资产主要由存货、应收账款和其他应收款构成，其中存货主要由土地使用权构成，应收款项回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成占用，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2020年末，公司主要在建项目后续投资仍有较大资金缺口，且经营活动现金流连续两年净流出，公司面临较大资金压力。

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2019年01月发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目及补充营运资金。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为72.05万元。

三、发行主体概况

2020年-2021年5月，公司注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为10,000.00万元，控股股东为汝城县国有资产管理中心，实际控制人是汝城县人民政府。

2020年2月，何慧群不再担任董事，由何文俊、廖晓燕、范宇接任，董事会成员由3名调整为5名，其中范宇为董事长、总经理、法定代表人；何圣卿、朱幼姣不再担任公司监事，由曹溪红、何慧群接任。

2020年公司合并范围无变化，无合并子公司。

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。

区域经济环境

2020年汝城县经济保持增长，但整体经济总量仍较小

2020年汝城县实现地区生产总值91.42亿元，经济规模较小，在郴州市下属的11个区县中的排名靠后，实力较弱，按不变价计算比上年增长4.1%，增速高于全国平均水平。人均GDP为24,979元，为全国人均GDP的34.48%，与上年持平，经济发展水平仍较低。三次产业结构由2019年的16.9：25.9：57.2调整为19.4：26.4：54.2，第一、第二产业占比提高，第三产业占比下降。

工业方面，依托丰富的矿产资源，汝城县初步形成有色金属、电子信息和新能源新材料等产业体系。2020年，汝城县工业增加值同比增长4.3%，其中采矿业增长10%，制造业增长1.5%，电力、热力生产和供应业下降7.8%。全年规模以上工业企业主营业务收入27.98亿元，增长6%，实现利润2.68亿元，增长0.7%，2020年工业发展情况一般。

固定资产投资是拉动汝城县经济增长的重要因素。2020年汝城县固定资产投资（不含农户）同比增长8.7%。其中，第一产业投资下降40.9%，第二产业及第三产业投资分别增长29.9%、12.3%。全年房地产开发投资12.39亿元，较上年增长23%。

2020年末，金融机构本外币各项存款及贷款分别增长7%、20.2%。年末银行业主要金融机构不良贷款余额下降23.1%，不良贷款比率6.12%，下降3.9%，地区金融环境有所改善。

表1 汝城县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）	91.42	4.1%	87.46	7.7%
第一产业增加值	17.69	4.1%	14.78	3.2%
第二产业增加值	24.18	5.2%	22.66	7.4%
第三产业增加值	49.55	3.5%	50.02	9.3%
工业增加值	17.30	4.3%	16.51	8.0%
固定资产投资	-	8.7%	-	11.3%
社会消费品零售总额	36.42 ¹	-2.5%	17.20	10.3%
进出口总额（万美元）	1980	44.5%		

¹ 统计公报根据第四次全县经济普查结构及有关制度规定，对 2019 年社会消费品零售总额数据进行了修订。

存款余额	147.78	7.0%	138.12	2.9%
贷款余额	120.10	20.2%	95.31	13.3%
人均 GDP（元）	24,979		24,622	
人均 GDP/全国人均 GDP	34.48%		34.73%	

资料来源：汝城县 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年汝城县实现一般公共预算收入4.57亿元，同比增长0.15%；实现政府性基金收入11.45亿元，同比增长3.71%；实现上级补助收入24.56亿元，同比增长19.69%。

五、经营与竞争

作为汝城县基础设施建设主体之一，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发等业务。2020年，公司实现营业收入22,512.89万元，较上年同比增长2.67%，但受政府结算安排影响，收入结构有所变动。毛利率方面，由于公司项目的投资加成比例下降，2020年公司综合毛利率为15.26%，较上年下降4.77个百分点。

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
市政基础设施建设	13,566.49	9.17%	6,560.35	14.17%
土地整理开发	7,995.43	16.15%	14,850.01	20.18%
其他	950.97	94.62%	517.28	90.10%
合计	22,512.89	15.26%	21,927.63	20.03%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司基础设施建设及土地整理开发收入整体保持稳定，在建项目规模较小，该等业务面临一定不确定性，且面临较大的资金压力

根据汝城县政府于2011年与公司签订的《基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“合作协议书”），汝城县政府授权公司经营市政基础设施建设业务和土地整理开发业务，并由湖南汝城经济开发区管理委员会按年度与公司签订具体项目的代建协议。

在基础设施建设方面，公司根据汝城县政府的委托承担项目建设，汝城县政府每年对公司承建项目的投资完成部分进行收购，项目年度收购价款的确认方式为：每年由汝城县政府指定的汝城县财政投资评审中心（以下简称“评审中心”）评审确认公司承建项目的年度投资额；汝城县财政局按照评审中心审定的年度投资额加上项目管理费、资金占用费确认为项目年度收购价款。实际执行中，加成比例根据当年湖南汝城经济开发区管理委员会与公司签订的代建协议约定有所不同，其中2019年为20%、2020年为10%。

在土地整理开发方面，公司对汝城县政府指定的配置用地进行整理开发，具体工作包括土地征拆、

安置补偿、整理开发、配套设施建设等。在项目达到交付标准并验收合格后，汝城县政府对公司承担的土地整理开发项目进行整体收购，项目整体收购价款的确认方式与基础设施建设基本一致，但土地整理开发项目需待项目全面竣工验收后一并评审。

对于以上项目，公司最终根据湖南汝城经济开发区管理委员会出具的结算确认函确认市政基础设施建设业务收入和土地整理开发收入。

受政府结算规模影响，2020年公司确认市政基础设施建设收入13,566.49万元，较上年增长106.80%。毛利率方面，2020年公司市政基础设施建设业务的毛利率较上年下降5.00个百分点至9.17%，主要系上年政府按20%加成比例结算，本年度按10%结算。受汝城县土地市场行情和政府土地出让计划影响，土地整理出让业务存在较大波动性。2020年实现土地整理开发收入7,995.43万元，同比下降46.16%，毛利率为16.15%，同比下降4.03个百分点，主要系加成比例下降所致。

总的来看，2020年公司市政基础设施建设及土地整理开发合计收入21,561.92万元，整体保持稳定。但由于政府结算的投资加成比例下降，导致该等业务毛利率均下降。

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资125,544.00万元，累计已完成投资92,223.72万元，尚需投资33,320.28万元，在建项目未来所需资金量较大，面临较大的资金压力。

公司在建项目主要为本期债券募投项目，未来需投资28,965.41万元，项目收益包括标准厂房的销售收入及厂房、综合楼等的出租收入，但投资规模较大，收益实现受项目建设进度、外部宏观经济等诸多因素影响而存在一定不确定性。此外，公司在建的主要基础设施建设及土地整理项目计划总投资为35,140.00万元，未来需投资4,354.87万元，规模相对较小，该等业务存在一定的不确定性。且受当地城市规划、土地出让情况及政府结算安排影响，该等业务收入可能存在一定波动。

表3 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	项目类型
东莞电子协会项目	1,200.00	1,108.12	市政基础设施建设项目
35KV 城小线 G1-G3 段改造工程款	2,700.00	1.57	市政基础设施建设项目
科技大道三期	1,000.00	996.96	市政基础设施建设项目
高宏路及兴科路工程	1,000.00	831.20	市政基础设施建设项目
液化气站	800.00	297.22	市政基础设施建设项目
广东电子智能产业园	28,000.00	27,188.58	市政基础设施建设项目
兴业大道	40.00	38.76	市政基础设施建设项目
兴园路	400.00	322.72	市政基础设施建设项目
郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目	90,404.00	61,438.59	本期债券募投项目
合计	125,544.00	92,223.72	-

注：“广东电子智能产业园项目”新增二期扩建工程，总投资提高至 28,000.00 万元。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大力度的外部支持

公司承担湖南汝城经济开发区基础设施建设工程，湖南汝城经济开发区管理委员会在政府补贴和税

收优惠等方面给予公司较大支持。

2020年，公司获得税收优惠2,807.06万元，计入其他收益，获得湖南汝城经济开发区管理委员会运营经费补贴4,029.59万元，计入营业外收入。总体来看，2020年税收优惠和政府补助合计占当期利润总额的62.54%，有效提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但仍以土地资产和应收款项为主，资产流动性较弱

2020年公司总资产规模继续增长，同比增速为7.78%。流动资产占比仍在99%以上。

2020年末公司货币资金全部为银行存款，无受限情形。2020年末，公司应收账款均为应收汝城县财政局汝城经济开发区分局的项目收购款，一年以内账龄占比99.71%，未计提坏账准备。公司其他应收款主要是公司与汝城县投资融资建设核算中心、汝城县财政局之间的往来款，及汝城县水电有限责任公司的资金拆借，2020年末上述3家单位欠款账面余额合计占其他应收款期末余额的92.85%。公司对汝城县水电有限责任公司账龄超过一年的应收账款按照5%计提了坏账准备561.96万元。但由于上年度资产减值损失的转回，导致当期资产净收益1,417.16万元。公司应收款项回收风险较小，但回收期不确定，对公司资金形成占用。

2020年末公司存货同比增长13.75%，存货中包括：公司拥有24宗土地资产，账面价值合计364,769.77万元，总面积5,564.82亩，其中工业用地账面价值3,808.52万元，剩余土地性质以商业、商住用地为主。其中账面价值184,967.37万元的土地为对本期债券担保方提供的反担保，754.11万元土地为银行借款而抵押，抵押受限土地合计占比为50.91%。除土地资产外，其余均为在建项目开发成本，绝大部分为本期债券募投项目。

总体上看，2020年公司资产规模继续增长，期末资产以存货和应收款项为主，应收款项对公司资金形成占用，存货中土地资产抵押比例较高，公司资产流动性较弱。

表4 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	15,777.61	2.87%	14,760.15	2.89%

应收账款	23,571.58	4.28%	22,069.09	4.32%
其他应收款	52,442.06	9.53%	69,943.00	13.70%
存货	456,993.48	83.06%	401,763.56	78.71%
流动资产合计	548,784.73	99.75%	508,535.80	99.63%
非流动资产合计	1,389.18	0.25%	1,905.38	0.37%
资产总计	550,173.92	100.00%	510,441.18	100.00%

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年公司营收规模同比基本持平，政府补助有效提升了公司利润水平

2020年公司营业收入同比基本持平，收入主要来源于市政基础设施建设及土地整理业务。截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资125,544.00万元，尚需投资33,320.28万元，其中主要为本期债券募投项目，未来需投资28,965.41万元。随着募投项目逐步投入运营，能够对公司收入形成补充。但因募投项目投资规模较大，可能会受到项目建设进度、外部宏观环境等诸多因素的影响而存在一定不确定性。在建的基础设施及土地整理项目规模相对较小，业务存在一定的不确定性，且收入可能存在波动。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率为15.26%，较上年下降4.77个百分点，一方面是因为湖南汝城经济开发区管理委员会下调了代建项目固定成本加成比例，另一方面是因为本年毛利率更低的市政基础设施建设业务收入占比提高。

2020年，公司收到各类政府补助和税收优惠合计6,836.66万元，占利润总额的比重为62.54%，有效提升了公司利润水平。

表5 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	22,512.89	21,927.63
收现比	0.90	1.03
营业利润	6,902.22	5,270.72
其他收益	2,807.06	1,807.00
资产减值损失	1,417.16	-440.51
营业外收入	4,029.59	6,000.00
利润总额	10,931.82	11,268.71
综合毛利率	15.26%	20.03%

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

2020年公司债务规模大幅上升，但规模仍较小，集中偿付压力不大

随着盈余利润的积累，公司所有者权益进一步增长。由于新增长期借款，公司债务规模大幅上升。

在上述因素的综合影响下，2020年末公司的产权比率较上年增加6个百分点。但整体而言，公司净资产对负债的保障程度仍较高。2020年公司所有者权益仍以资本公积为主。

图1 公司资本结构

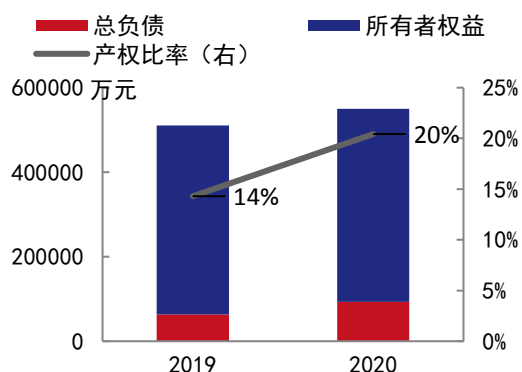
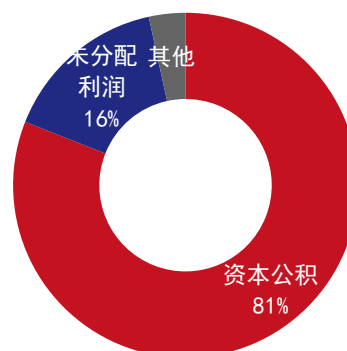


图2 2020年末公司所有者权益构成



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

2020年末公司其他应付款变化不大，仍以应付汝城县房产投资有限公司往来款为主。2020年末公司一年内到期的非流动负债及应付债券均为本期债券。2020年公司新增银行长期借款2.50亿元，包括抵押借款和保证借款。受此影响，公司总负债规模同比增长46.16%。

表6 公司主要负债构成情况（单位：万元）

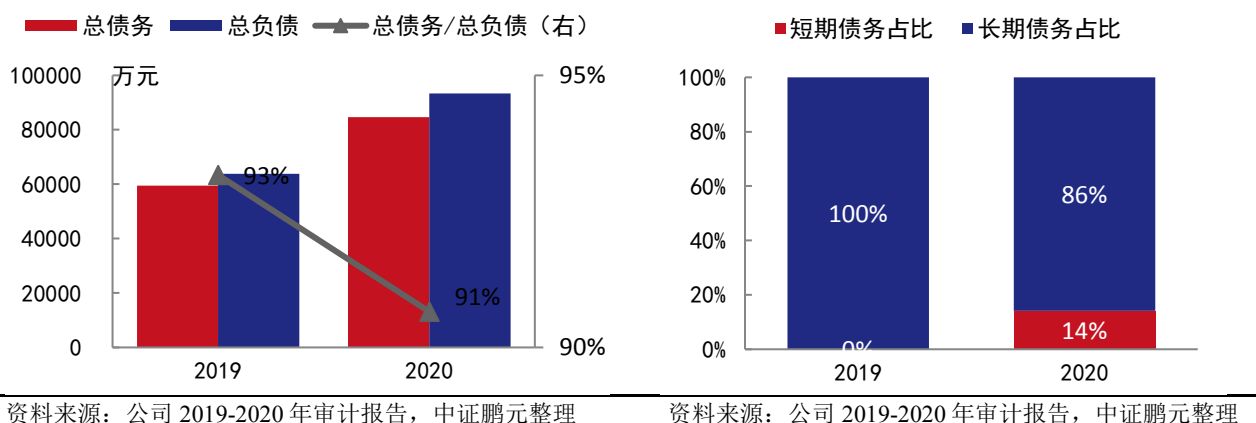
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	2,860.02	3.06%	2,859.87	4.48%
一年内到期的非流动负债	12,000.00	12.86%	0.00	0.00%
流动负债合计	20,719.04	22.20%	4,362.23	6.83%
长期借款	25,000.00	26.79%	0.00	0.00%
应付债券	47,604.48	51.01%	59,487.93	93.17%
非流动负债合计	72,604.48	77.80%	59,487.93	93.17%
负债合计	93,323.52	100.00%	63,850.16	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司总债务包括本期债券5.96亿元以及2020年新增的2.5亿元长期借款，同比增长42.22%，其中短期债务为1.20亿元，公司债务仍以长期债务为主，集中偿付压力不大。

图3 2020年6月末公司债务占负债比重

图4 公司长短期债务结构



从偿债能力指标来看，由于新增长期借款，2020年末公司资产负债率较上年提高4.45个百分点，但整体负债规模仍相对较小。2020年末，公司现金对短期债务的覆盖程度尚可。受利润下滑影响，公司EBITDA利息保障倍数为小幅下降。

表7 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	16.96%	12.51%
现金短期债务比	1.31	-
EBITDA 利息保障倍数	2.25	2.62

注：2019 年无短期债务。

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6月7日），公司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。

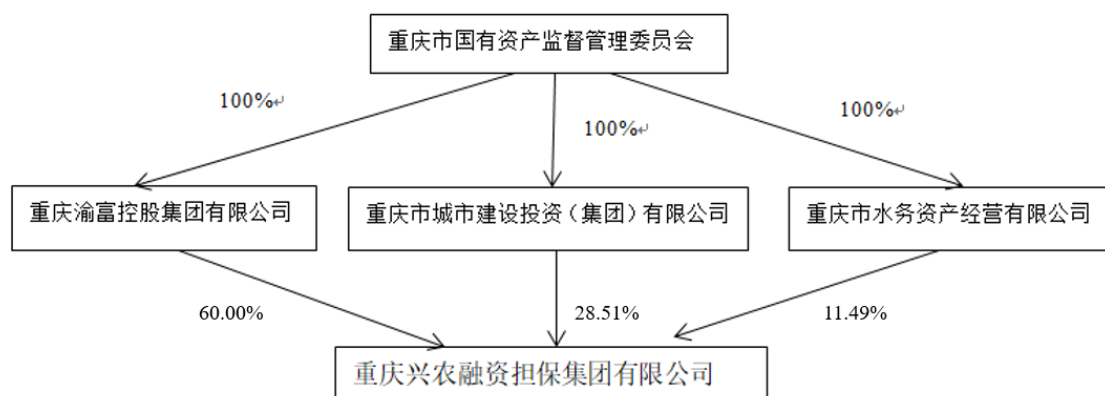
八、本期债券偿还保障分析

兴农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为本期债券的偿还提供了较好的保障，可有效提升本期债券的安全性

兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

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。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8 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，兴农担保实现营业收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表9 近年兴农担保主要财务数据（单位：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本期债券安全性。

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，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	1.58	1.48	1.66
存货	45.70	40.18	37.70
流动资产合计	54.88	50.85	46.86
非流动资产合计	0.14	0.19	0.10
资产总计	55.02	51.04	46.96
短期借款	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	1.20	0.00	0.00
流动负债合计	2.07	0.44	3.33
长期借款	2.50	0.00	0.00
应付债券	4.76	5.95	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.26	5.95	0.00
负债合计	9.33	6.39	3.33
总债务	8.46	5.95	0.00
所有者权益	45.69	44.66	43.63
营业收入	2.25	2.19	2.14
营业利润	0.69	0.53	0.37
其他收益	0.28	0.18	0.13
利润总额	1.09	1.13	1.03
经营活动产生的现金流量净额	-1.90	-5.55	1.17
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	2.00	5.37	0.00
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	15.26%	20.03%	10.69%
收现比	0.90	1.03	1.23
资产负债率	16.96%	12.51%	7.09%
现金短期债务比	1.31	-	-
EBITDA（亿元）	1.14	1.17	1.03
EBITDA 利息保障倍数	2.25	2.62	-

注：2018-2019 年无短期债务；2018 年因无利息支出，EBITDA 利息保障倍数无法计算。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录三 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。