



# 2019年第一期安岳县兴安城市建设投资 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：



# 2019年第一期安岳县兴安城市建设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
19安岳01等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-25	2020-08-27

## 评级观点

- 中证鹏元对安岳县兴安城市建设投资开发有限公司（以下简称“安岳兴安城投”或“公司”）及其 2019 年 5 月发行的第一期公司债券（以下简称“19 安岳 01”）的 2021 年跟踪评级结果为：19 安岳 01 信用等级维持为 AAA，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：公司代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，继续获得一定的外部支持，并且重庆兴农融资担保有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保有效提升了债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，项目投资面临较大的资金压力，总债务规模持续增长，短期债务压力大幅上升，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

**债券简称：**19 安岳 01/19 安岳债 01

**债券剩余规模：**7.60 亿元

**债券到期日期：**2026 年 5 月 6 日

**偿还方式：**每年付息一次，分次还本，在债券存续期第 3-7 年逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**重庆兴农融资担保有限公司

## 未来展望

- 预计公司代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，且将持续获得一定的外部支持。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	2019	2018
总资产	127.86	88.89	82.88
所有者权益	44.41	39.92	39.71
总债务	34.11	33.19	28.75
资产负债率	65.27%	55.09%	52.09%
现金短期债务比	0.30	0.20	1.12
营业收入	11.33	11.51	9.21
其他收益	0.91	1.13	1.30
利润总额	2.44	2.30	2.59
销售毛利率	16.71%	16.82%	14.26%
EBITDA	2.45	2.31	2.60
EBITDA 利息保障倍数	1.18	0.91	1.60
经营活动现金流净额	1.54	-4.87	-3.11
收现比	0.95	0.37	0.66

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**蒋晗

jianghan@cspengyuan.com

**项目组成员：**刘惠琼

liuhq@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- 代建业务在区域内具有一定重要性和持续性。**公司是安岳县主要的市政基础设施投资建设主体，业务承接在区域内具有一定重要性；2020年末公司在建项目总投资规模和存货中未结转开发成本较大，主营业务仍具有一定持续性。
- 继续获得一定的外部支持。**公司承担了区域内大量的市政基础设施建设，获得安岳县政府一定的外部支持，2020年获得当地政府0.91亿元的补贴收入。此外，公司获得股权资产划入等支持后，当期资本公积增加2.87亿元。
- 兴农担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**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有效提升了19安岳01的安全性。

## 关注

- 整体资产流动性较弱。**2020年末公司应收款项继续增长，实际回收时间存在不确定，对公司资金形成较大占用；存货占比进一步提升，其中土地和代建项目账面价值较大，且土地抵押比例较高，整体流动性较弱。
- 公司面临较大的资金压力。**截至2020年末公司主要在建基础设施工程尚需投资额较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金压力。
- 总债务规模持续增长，债务压力较大。**截至2020年末，公司总债务规模进一步提升，其中短期债务规模大幅提升，且当期末现金短期债务比仍较低，EBITDA利息保障倍数表现一般，公司债务压力较大。
- 存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额9.21亿元，担保对象均为国有企业及医院，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	<a href="#">cspy_ffmx_2019V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

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5月6日发行7年期7.6亿元“19安岳01/19安岳债01”，其中5.1亿元拟用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，2.5亿元拟用于补充流动资金。根据公司提供的募集资金账户明细，截至2021年4月末，募集资金专项账户余额为716,726.49元。

## 三、发行主体概况

2020年，公司注册资本发生变化，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发”）减资1,467万元，减资完成后，公司注册资本为112,853万元。国开发减资后安岳县国有资产管理委员会（以下简称“县国资委”）持股比例升至88.61%，国开发持股比例降至7.56%<sup>1</sup>，安岳县交通投资开发有限责任公司（以下简称“交投公司”）持股3.83%。截至2020年末，公司实收资本为2.43亿元，其中县国资委注资2.00亿元，占实收资本的82.24%，交投公司出资4,320.00万元，占实收资本的17.76%。公司控股股东及实际控制人仍为县国资委。公司2020年新设立安岳县宜居资产经营管理有限公司（以下简称“宜居公司”），同时公司获得新划拨的两家公司交投公司及安岳县文大路二标段建设项目管理有限公司（以下简称“文大路”）。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

### 1、跟踪期内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
安岳县宜居资产经营管理有限公司	100.00%	2.00	资产管理活动；危旧房改造；老旧小区改造；园林绿化管理；市政设施管理；物业管理；房地产开发经营	新设
安岳县交通投资开发有限责任公司	100.00%	1.13	投资与资产管理；由分支机构经营：污水处理及其再生利用；销售：建材	划拨
安岳县文大路二标段建设项目管理有限公司	100.00%	0.63	公路建筑工程，公路管理与养护，工程管理服务，其他道路、桥梁和隧道工程建筑，架线和管道工程，河湖治理及防洪设施，电气安装，工程准备活动	划拨

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

<sup>1</sup> 国开发展基金有限公司 8,533.00 万元为名股实债，计入长期借款核算。

## 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 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，引导资金服务实体经济；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年安岳县经济维持增长，固定资产投资规模回升，但整体经济实力仍较弱

2020年安岳县地区生产总值维持增长，但整体经济实力仍较弱。2020年人均地区生产总值为24,560元，较上年增长5.82%，仅为全国同期人均GDP的33.90%。

固定资产投资规模回升，房产销售回暖。2020年安岳县全社会固定资产投资同比增长9.4%，一产业投资同比下降9.8%，二产业投资同比增长3.6%，三产业投资同比增长14.1%。房地产市场方面，2020年全县房地产投资同比增长21.8%，拉动投资增长7.6个百分点，占全社会固定资产投资比重38.8%。商品房销售回暖，2020年全县商品房销售面积同比增长4.4%，高于全市平均水平7.3个百分点。但近年安岳县常住人口呈下降趋势，房地产市场投资及销售的持续性未来可能存在波动。

受疫情影响，2020年全县实现社会消费品零售总额153.2亿元，同比降低2.5%。2020年全县金融机构本外币各项存款余额、贷款余额分别同比增长10.0%和10.5%，整体增速较快。

表2 2019-2020年安岳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）	265.0	3.6%	252.3	6.7%
第一产业增加值	-	-	66.0	2.8%
第二产业增加值	-	-	56.5	6.1%
第三产业增加值	-	-	129.8	9.1%
固定资产投资	-	9.4%	-	-9.5%

社会消费品零售总额	153.2	-2.5%	168.6	9.7%
出口总额（亿美元）	-	-	0.18	-
存款余额	484.8	10.0%	440.6	9.47%
贷款余额	216.3	10.5%	195.6	13.39%
人均 GDP（元）		24,560		23,209
人均 GDP/全国人均 GDP		33.90%		32.74%

注：2020 年人均 GDP 根据“2020 年 GDP/2019 年末常住人口数”估算。

资料来源：安岳县 2019 年统计公报，安岳县人民政府官网公告，中证鹏元整理

2020 年安岳县实现公共财政收入 11.02 亿元，同比增长 1.77%，其中税收收入 7.16 亿元，占公共财政收入比重为 64.97%；实现政府性基金收入 20.11 亿元，同比增长 21.55%；同期安岳县公共财政支出为 61.21 亿元，同比增长 26.33%，财政支出同比增长较多，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 18.01%。

## 五、经营与竞争

公司是安岳县主要的市政基础设施、保障房项目投资建设主体，营业收入主要来源于代建业务，2020 年代建项目结算规模变动不大，收入规模和毛利率较稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	11.26	16.67%	11.46	16.67%
垃圾处置收入	0.06	25.25%	0.05	49.04%
合计	11.33	16.71%	11.51	16.82%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司市政基础设施代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，但项目投资进度缓慢，未来项目完工、回款时间不确定性较大

公司是安岳县重要的市政基础设施、旧城改造及保障房建设主体，业务范围包括城市道路、管网、绿化工程、旧城改造和保障性住房等项目，业务在区域内仍具有一定重要性。公司承建的市政基础设施建设项目（本期债券募投项目除外）实行委托代建模式，公司以自有资金及银行贷款等进行工程建设，并约定每年年末根据工程项目实施进度审核确认已完成的投资额，按投资额的 120% 进行收入结算，结算后，安岳县财政局将安排资金按照约定支付工程款项。

2020 年公司实现代建收入 11.26 亿元，系当期结算了石坝子片区棚户区改造工程、柠都大道东延线、岳石路东段、工业大道南延线 B 段和工业大道南及柠都大道东延线安置区项目。截至 2020 年末，公司主要在建项目总投资额达 22.85 亿元，已投资 4.37 亿元，尚需投资 18.47 亿元，代建业务仍具有一定持续性。本期债券募投项目安岳县棚户区改造安置房建设项目实行公司自建销售模式，总投资 11.98 亿元，截至

2021年5月末，公司未提供募投项目的已投资情况。值得注意的是，公司主要在建项目2020年投资增量较小，项目进度严重滞后，未来的完工、回款时间存在较大不确定。

此外，新增子公司交投公司将增加农村道路工程业务。

**表4 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在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
安岳县城北片区棚户区改造项目	61,200.00	83.87
安岳县城东片区棚户区改造项目	51,150.00	5,979.54
安岳县城南片区棚户区改造项目	37,600.00	3,014.75
石坝子片区棚户区改造工程	31,000.00	24,369.87
安岳县滴水湖二期绿化景观建设项目	26,000.00	3,050.70
岳山路东段安置区工程	21,500.00	7,232.96
<b>合计</b>	<b>228,450.00</b>	<b>43,731.70</b>

注：此处仅为公司提供的部分在建基础设施工程情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司继续获得一定的外部支持

公司承担了安岳县内大量的市政基础设施项目，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持。根据安财函【2020】125号文件，2020年安岳县财政局给予公司资金补助9,128.72万元，提升了公司利润水平。此外，根据安国资委（2020）28号，政府划入交投公司的股权，包括其余拨款转入等共增加公司资本公积2.87亿元。

## 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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019-2020年审计报告，2020年公司合并范围新增三家公司。

### 资产结构与质量

**2020年公司资产规模扩张，土地抵押比例仍较高，应收款项对资金占用仍较大，资产流动性较弱**

截至2020年末，公司总资产同比增加43.85%至127.86亿元，资产结构仍以流动资产为主。

应收账款均为应收安岳县财政局代建项目款，近年回款情况较差，实际回收时间受安岳县财政安排影响存在较大不确定，对公司资金形成较大占用。其他应收款2020年末同比大幅增长34.42%，主要构成为往来款，其中应收安岳县融资工作推进领导小组办公室往来款占比达69.30%，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用。

存货主要为土地使用权和代建项目的开发成本，2020年末存货账面价值大幅增长54.63%至87.05亿

元，增长主要系交投公司等纳入合并报表范围所致；其中开发成本账面价值增长88.78%至54.59亿元，为承建的市政基础设施项目的已投入待结转成本；存量土地账面价值增长18.56%至32.46亿元，2020年末土地抵押比率为59.01%。

整体来看，2020年末公司应收款项占总资产的比重仍较高，对资金占用较大，且回收时间受财政支付影响存在较大不确定；土地和代建项目账面价值较大，占总资产比例高，但即期变现能力较弱；账上货币资金规模较小，整体流动性较弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.65	0.51%	0.89	1.00%
应收账款	19.99	15.64%	19.44	21.87%
其他应收款	15.31	11.97%	11.39	12.81%
存货	87.05	68.08%	56.30	63.33%
<b>流动资产合计</b>	<b>125.64</b>	<b>98.26%</b>	<b>88.01</b>	<b>99.02%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2.22</b>	<b>1.74%</b>	<b>0.87</b>	<b>0.98%</b>
<b>资产总计</b>	<b>127.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>88.89</b>	<b>100.00%</b>

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

公司营业收入仍有一定保障，但未来仍可能存在波动，利润对政府补贴存在一定依赖

公司营业收入仍主要来源于市政基础设施建设业务，2020年收入较为稳定，考虑到存货中尚有未结转开发成本54.59亿元，未来收入仍具有一定持续性，但受工程进度及政府回购安排影响未来可能存在波动。

2020年公司利润总额同比增长6.09%，财政补贴占利润总额的比重为37.37%，利润对政府补贴仍存在一定依赖。2020年公司收现比大幅提升，表现较好。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	11.33	11.51
收现比	0.95	0.37
营业利润	2.44	2.30
其他收益	0.91	1.13
利润总额	2.44	2.30
销售毛利率	16.71%	16.82%

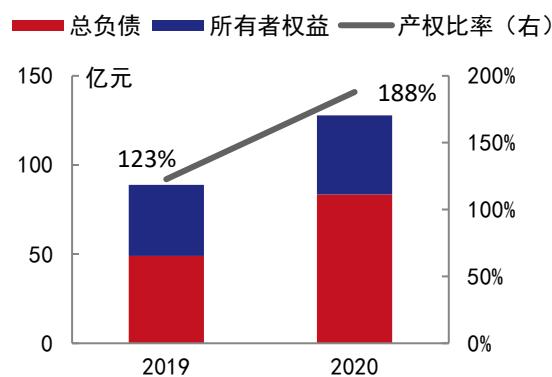
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 总债务规模持续增长，其中短期债务规模大幅增长，债务压力较大

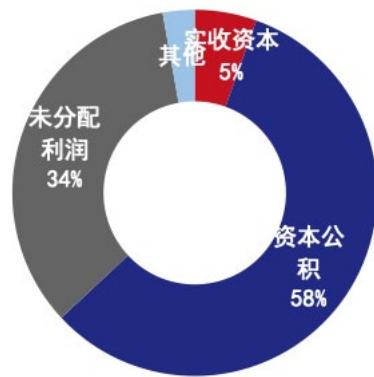
2020年交投公司等被划入后，期末公司所有者权益同比增长11.25%，同时负债总额同比增长70.42%。综合影响下，产权比率升至187.91%，净资产对债务的保障能力较大幅度下降。从债务结构来看，2020年末流动负债升至72.12%，为负债的主要构成。

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

公司无短期借款，2020年末公司预收款项债权人主要为安岳县交通运输局及资潼高速协调办公室的预收款项，主要由于合并交投公司后增加，为工程代建预收款。其他应付款主要为应付安岳长城投资有限公司、安岳县藏格投资有限公司、安岳县人民医院等单位的往来款项，2020年末其他应付款同比增长21.97%。一年内到期的非流动负债同比增幅142.26%至10.84亿元。

公司长期借款（含一年内到期部分）主要为银行贷款、信托贷款及融资租赁借款，2020年末长期借款余额为12.78亿元，其中信托贷款及融资租赁借款具有一定规模。应付债券为“18安岳债01”、“19安岳债01”，其分别于2021年、2022年进入分期还本期。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

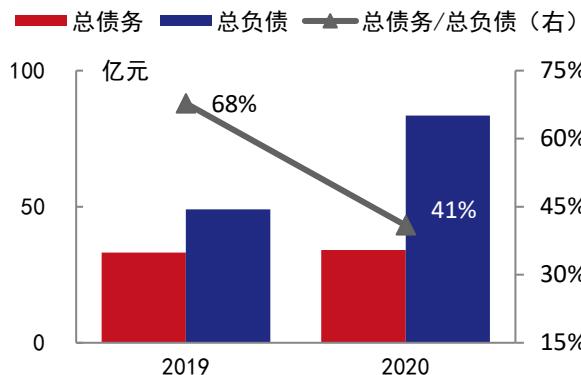
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	29.84	35.76%	0.00	0.00%
其他应付款（合计）	16.08	19.27%	13.18	26.92%
一年内到期的非流动负债	10.84	12.99%	4.48	9.14%
<b>流动负债合计</b>	<b>60.19</b>	<b>72.12%</b>	<b>20.26</b>	<b>41.37%</b>
长期借款	12.78	15.32%	17.54	35.83%
应付债券	10.48	12.56%	11.17	22.80%
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.27</b>	<b>27.88%</b>	<b>28.71</b>	<b>58.63%</b>
<b>负债合计</b>	<b>83.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>48.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务合计为34.11亿元，同比增长2.78%，其中短期有息债务大幅增长142.26%

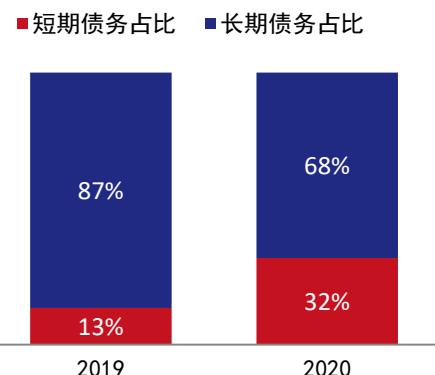
至10.84亿元，占总债务的比重升至31.79%。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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

2020年末公司资产负债率为65.27%，同比增长10.18个百分点，负债水平较高。同期末，公司现金短期债务比仅为0.30，现金对短期债务的覆盖程度仍较低，短期债务压力较大。当期公司EBITDA利息保障倍数为1.18，有所上升，但EBITDA对总债务本息的保障程度仍较低。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	65.27%	55.09%
现金短期债务比	0.30	0.20
EBITDA 利息保障倍数	1.18	0.91

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6月2日至报告查询日（2021年6月2日），公司本部存在一笔未结清利息，实际为2014年12月21日与四川安岳农村商业银行股份有限公司相关的一笔111.59万元的欠息，公司已于2014年12月30日支付全部利息。公司不存在其他未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，已结清信贷信息存在关注类账户五个；公司其余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12月31日，公司对外担保金额合计9.21亿元，占2020年末公司所有者权益合计的比例为20.73%，被担保对象均为国有企业及医院，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表9 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

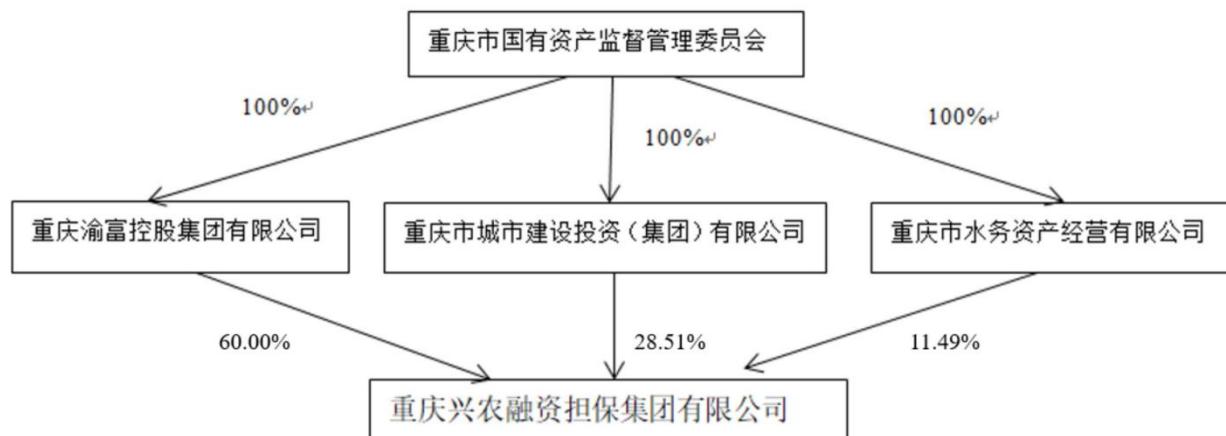
被担保方	担保金额	是否有反担保
安岳县利民排水有限责任公司、安岳县柠都自来水有限责任公司	0.60	无
安岳县利民排水有限责任公司	0.55	无
安岳县第三人民医院	0.20	无
安岳县妇幼保健计划生育服务中心	0.60	无
安岳县康复医院	0.39	无
安岳县中医医院	0.40	无
安岳县中医医院	2.00	无
安岳县第三人民医院	0.19	无
安岳县自来水公司	0.39	无
安岳县保安服务公司	0.39	无
安岳县思源水利建设投资开发有限公司	2.10	无
安岳县中医医院	1.40	无
<b>合计</b>	<b>9.21</b>	--

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 兴农担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

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。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10 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11 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	0.65	0.89	2.51
应收账款	19.99	19.44	12.15
其他应收款	15.31	11.39	5.42
存货	87.05	56.30	62.41
流动资产合计	125.64	88.01	82.50
非流动资产合计	2.22	0.87	0.38
资产总计	127.86	88.89	82.88
短期借款	0.00	0.00	0.00
预收款项	29.84	0.00	0.00
其他应付款（合计）	16.08	13.18	12.48
一年内到期的非流动负债	10.84	4.48	2.24
流动负债合计	60.19	20.26	16.67
长期借款	12.78	17.54	22.49
应付债券	10.48	11.17	4.02
非流动负债合计	23.27	28.71	26.50
总负债	83.45	48.97	43.17
总债务	34.11	33.19	28.75
所有者权益	44.41	39.92	39.71
营业收入	11.33	11.51	9.21
营业利润	2.44	2.30	2.59
其他收益	0.91	1.13	1.30
利润总额	2.44	2.30	2.59
经营活动产生的现金流量净额	1.54	-4.87	-3.11
投资活动产生的现金流量净额	-0.19	-0.03	-0.18
筹资活动产生的现金流量净额	-1.58	3.28	0.67
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.71%	16.82%	14.26%
收现比	0.95	0.37	0.66
资产负债率	65.27%	55.09%	52.09%
现金短期债务比	0.30	0.20	1.12
EBITDA（亿元）	2.45	2.31	2.60
EBITDA 利息保障倍数	1.18	0.91	1.60

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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司	2.00	100.00%	保障性住房和棚户改造投资与资产管理
安岳县宜居资产经营管理有限公司	2.00	100.00%	资产管理活动；危旧房改造；老旧小区改造；园林绿化管理；市政设施管理；物业管理；房地产开发经营
安岳县交通投资开发有限责任公司	1.13	100.00%	投资与资产管理；由分支机构经营；污水处理及其再生利用；销售：建材
安岳县文大路二标段建设项目管理有限公司	0.63	100.00%	公路工程建筑，公路管理与养护，工程管理服务，其他道路、桥梁和隧道工程建筑，架线和管道工程，河湖治理及防洪设施，电气安装，工程准备活动

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	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%
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+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
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)
短期债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录五 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。