



2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）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



2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期） 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 德清 01 等级	AAA	AAA
20 德清 01 等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-28	2020-06-23

债券概况

债券简称：19 德清 01/19 德清债 01；20 德清 01/20 德清债 01

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 01：2026-10-28

20 德清 01/20 德清债 01：2027-01-16

偿还方式：两期债券均按年付息，自债券存续期第 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

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：徐宁怡

xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊

zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“19 德清 01”）、2020 年 1 月发行的公司债券（以下简称“20 德清 01”）（19 德清 01、20 德清 01 合称为“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：两期债券信用等级均维持为 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：德清县经济实力继续增强，为公司发展提供良好基础，公司土地开发业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，且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。

未来展望

- 预计公司土地开发业务持续性较好，且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	2019	2018
总资产	205.89	204.26	154.02
所有者权益	79.21	76.04	60.52
总债务	115.92	120.24	87.62
资产负债率	61.53%	62.77%	60.71%
现金短期债务比	0.70	0.71	1.27
营业收入	9.91	9.46	4.88
其他收益	3.18	2.36	0.80
利润总额	1.16	1.28	0.99
销售毛利率	2.56%	8.47%	15.00%
EBITDA	4.25	3.01	1.56
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.60	0.42
经营活动现金流净额	8.55	-17.61	-32.38
收现比	1.04	0.96	1.07

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **德清县经济实力继续增强，为公司发展提供良好基础。**德清县经济实力较强，2020 年经济保持增长，战略性新兴产业、装备制造业等发展较快，工业结构转型升级态势较好，良好的外部环境继续驱动公司业务发展。
- **土地开发业务持续性较好。**公司是德清县内重要的基础设施建设主体，其土地一级开发业务在武康城东新区和康乾新区内具有一定专营性；公司储备土地开发项目规模较大，该业务持续性较好。
- **继续获得较大力度的外部支持。**2020 年德清县政府继续通过拨款及财政补贴等方式给予公司较大力度支持，提升了公司的资本实力和利润水平。
- **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，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仍能有效提升本期债券信用水平

关注

- **资产流动性仍较弱。**公司资产以与当地国企的往来款和土地开发成本为主要构成，其中往来款回收时间不确定，对营运资金占用较大；土地开发投入变现主要取决于政府土地出让安排及土地市场环境，存在不确定性，整体资产流动性较弱。
- **面临较大的资金压力。**公司在建的土地开发项目尚需较大规模投入，考虑到公司经营性现金流表现欠佳，公司面临较大资金压力。
- **面临较大的偿债压力。**公司负债水平较高，所有者权益对负债的保障水平较低，有息债务规模较大，考虑到其资产流动性较弱，主营业务盈利能力较差，公司面临较大偿债压力。

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10月发行7年期7.00亿元公司债券（19德清01），于2020年1月发行7年期7.60亿元公司债券（20德清01），两期债券募集资金均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，该项目总投资13.76亿元，截至2021年3月末，该项目已投资11.87亿元，投资进度为86.26%。截至2021年5月21日，“19德清01”募集资金专户余额为0.00元，“20德清01”募集资金专户余额为138.21万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变动，控股股东仍为德清县建设发展集团有限公司（以下简称“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委员会（以下简称“德清县国资办”）。截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍为150,000.00万元。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍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。2020年合并报表范围变化情况见表1；截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共16家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动方向	合并方式
浙江德清之芯信息科技有限公司	60.00%	100.00	软件和信息技术服务	增加	新设

资料来源：公司2020年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

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

受疫情影响，德清县经济财政发展有所减缓，但整体经济实力依旧较强，战略性新兴产业、装备制造业等发展速度较快

2020年德清县实现地区生产总值544.1亿元，比上年增长2.6%，受疫情影响，增幅较上年大幅下降。分产业来看，2020年德清县第一产业增加值25.0亿元，比上年增长1.7%；第二产业增加值305.4亿元，比上年增长1.6%；第三产业增加值213.8亿元，比上年增长4.5%。同时，三次产业结构比由2019年的4.4：57.7：37.9变化为2020年的4.6：56.1：39.3，第三产业面对新冠疫情冲击显示出了较快的恢复速度，在GDP总量中的占比有所提升。2020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169.49%。

工业方面，2020年德清县全县规模以上工业增加值197.6亿元，同比增长4.1%，其中战略性新兴产业、高新技术产业、装备制造业增加值分别同比增长10.4%、6.2%和8.3%。2020年，德清县固定资产投资比上年增长6.9%，增速较上年大幅下降。其中，工业投资比上年增长19.6%，基础设施投资比上年下降5.0%，第一产业投资增长幅度较大。基础设施投资对地方经济的拉动作用有所减弱。2020年德清县商品房销售面积118.9万平方米，比上年增长3.6%，其中住宅销售面积113.2万平方米，比上年上升0.8%。商品房待售面积8.9万平方米，比上年下降60.8%。商品房销售额184.4亿元，与上年持平。

2020年德清县居民消费受疫情影响较大，社会消费品零售总额同比增长1.4%。同年，海外疫情较为严重，对国内产品需求大幅增长，德清县实现进出口总额215.4亿元，比上年增长13.1%。存贷款方面，2020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 2019-2020 年德清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	544.1	2.6%	537.0	8.3%



第一产业增加值	25.0	1.7%	23.4	2.9%
第二产业增加值	305.4	1.6%	310.2	7.9%
第三产业增加值	213.8	4.5%	203.4	9.8%
规模以上工业增加值	197.6	4.1%	171.1	8.5%
固定资产投资	--	6.9%	--	14.3%
社会消费品零售总额	--	1.4%	204.6	11.2%
进出口总额	215.4	13.1%	190.3	12.0%
存款余额	963.9	10.5%	872.2	14.6%
贷款余额	1,014.9	22.5%	828.6	20.4%
人均 GDP（元）		122,787		121,291
人均 GDP/全国人均 GDP		169.49%		171.09%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年德清县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年德清县全县实现一般公共预算收入67.1亿元，同比增长2.2%。实现政府性基金收入89.48亿元，同比增长7.1%。同期，德清县一般公共预算支出为78.22亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为85.76%。

五、经营与竞争

公司是德清县内主要的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。2020年公司收入规模较上年小幅增长，主要系建材销售业务支撑，土地开发与工程服务等收入有所下降，水务板块收入较稳定。毛利率方面，土地开发业务毛利率保持稳定，工程服务业务因结转项目不同而毛利波动，水务板块继续亏损，建材销售毛利率仍较低。整体来看，公司经营毛利率下滑，业务盈利能力较弱。

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
土地开发业务	2.37	16.67%	2.59	16.67%
工程服务业务	1.96	16.10%	2.24	11.59%
水务业务	2.13	-14.75%	2.13	-15.70%
建材销售	2.90	1.58%	1.73	2.98%
其他	0.55	-34.30%	0.78	50.93%
合计	9.91	2.56%	9.46	8.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地开发业务储备项目规模较大，该业务持续性较好，但相关收入实现受市场环境及政府土地出让计划等影响，存在不确定性，且在建项目后续投入带来一定资金压力

土地开发业务由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”）作为运营主



体，主要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。根据德清县人民政府、德清县自然资源和规划局与公司签订的《合作开发土地协议》，公司负责完成土地一级开发涉及的土地征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，前期开发资金由公司自筹，待相关地块达到出让条件后，分批移交给德清县自然资源和规划局，德清县人民政府以土地开发成本加成20%与公司结算收益，近年该业务毛利率保持在16.67%。2020年，公司已整理出让的土地合计154.48亩，以商住用地为主，实现收入规模较上年略降。

截至2020年末，公司在开发土地项目计划总投资158.65亿元，已投资73.01亿元，尚需投资85.64亿元，其中公司已整理完成尚未出让的土地面积为2,151.78亩，对应成本为54.10亿元。中证鹏元认为，公司在手土地开发项目规模较大，该业务持续性较好；未来随着相关地块陆续整理出让，将实现规模可观的收入，但相关收入实现受区域土地市场及政府土地出让计划等影响，存在不确定性；此外，在开发土地尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表4 截至2020年末公司主要在开发情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
康乾新区土地开发项目	93.77	47.17	46.60
武康城东新区土地开发项目	64.88	25.84	39.04
合计	158.65	73.01	85.64

注：武康城东新区土地开发项目总投资金额与上年有出入，主要系区域土地开发规划调整，公司重新测算投资口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程服务板块主要包括委托代建业务及工程施工，其中委托代建存量项目规模不大，代建业务可持续性一般

公司工程服务板块主要包括工程施工及委托代建业务，其中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”）作为运营主体。其中德城绿化主要从事绿化工程施工、市政公用工程施工等业务，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。截至2020年末，公司在手工程施工合同规模为1.22亿元。

委托代建业务主要由公司本部、子公司德清建开以及子公司德清县城市投资开发有限公司（以下简称“德清城开”）负责，业务模式仍为公司与德清县住房和城乡建设局、德清县教育发展有限公司等委托方签订项目代建协议，按照工程进度确认收入，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。2020年公司结转的项目合计实现委托建设收入0.64亿元。截至2020年末，公司在建的委托代建项目合计总投资9.01亿元，已投资1.97亿元，尚需投资7.04亿元，累计确认收入1.25亿元，该业务回款较为及时，但在建项目规模相对不大，代建业务可持续性一般。



表5 截至 2020 年末公司在建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	累计确认收入	累计回款
德清县新高中	56,085.00	9,679.90	9,827.13	9,827.13
德清县莫舞路南延工程	12,000.00	1,653.59	1,555.59	1,555.59
下仁公路改扩建（09 省道至舞阳街东延段）	6,500.00	5,030.93	0.00	0.00
德清县规划五号路（虎山路-莫舞路段）工程	6,000.00	1,211.68	1,164.28	1,164.28
百渚巷改造提升工程	450.00	306.03	0.00	0.00
新丰路与千秋东街交叉口改造工程	1,074.05	467.76	0.00	0.00
塔山街改造提升工程	1,113.13	510.54	0.00	0.00
体育场路提升改造工程	830.00	372.51	0.00	0.00
乾元大道南延工程	6,080.00	514.09	0.00	0.00
合计	90,132.18	19,747.03	12,547.00	12,547.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水务板块收入稳定性较好，但继续出现较大经营亏损，拖累公司盈利水平

公司水务板块业务主要由下属子公司德清县水务有限公司（以下简称“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，并由专业制水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，供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区。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-5.00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。2020年，公司实现水务收入2.13亿元，规模与上年持平，亏损有所收窄，主要系管网漏损率降低，该业务近年持续出现较大经营亏损，拖累公司整体盈利水平。

表6 近年公司供水业务情况

项目名称	2020 年	2019 年
供水户数（万户）	15.25	14.20
供水总量（万立方米）	6,849	7,041
售水总量（万立方米）	5,703	5,566
管网漏损率（%）	8.27	23.91
供水户数（万户）	15.25	14.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

建材销售业务继续对公司收入形成有力补充，但盈利贡献有限，且带来一定垫资压力

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，主要经营钢材贸易，公司对上游供应商采用货到付款与预付款结合的结算方式，供应商主要为浙江长城建设集团物资有限公司、杭州国裕国际贸易有限公司等，对下游客户主要采用货到付款的结算方式，存在一定账期，客户主要有杭州热联集团股份有限公司、长兴图兴贸易有限公司等。2020年公司建材销售收入大幅增长，对公司营收形成有力补充，但可能加大垫资压力，且盈利表现仍较差。



2020年公司继续获得较大力度的外部支持

2020年，公司收到德清县财政局拨款2.32亿元，同时根据相关文件划出资产0.30亿元，当年合计净增加资本公积2.02亿元，计入资本公积，提升了公司的资本实力；财政补贴方面，当地政府给予公司3.16亿元补助款，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2018-2020年审计报告，报告采用新会计准则。2020年公司合并报表范围子公司变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模较上年变化不大，仍以与当地国企的往来款和土地开发投入成本为主，资产流动性较弱

2020年末公司资产规模同比变化不大，仍以流动资产为主要构成。

流动资产方面，货币资金规模较上年小幅下降，其中3.76亿元资金因银行借款质押等受限，受限比率不高，货币资金宽裕。其他应收款主要为公司与德清县城市建设发展总公司、德清县新农村建设投资有限公司等当地国有单位的往来款，较上年同比有所下降，但规模仍较大，占总资产的比重为35.05%，回收时间不确定，部分期限较长，对营运资金造成较大占用。存货主要为土地开发成本，同比增长较快，其中1.75亿元因银行借款抵押受限；考虑到土地开发投入变现主要取决于政府土地出让安排及土地市场环境，存在不确定性。非流动资产方面，投资性房地产为房屋、建筑物，账面价值因折旧摊销及资产划转而减少。固定资产为房屋及设备，规模较上年变化不大。新增其他非流动资产为停车费收费特许经营权，目前停车收费业务经营效益较差。总体来看，公司资产以其他应收款和存货为主要构成，其他应收款回收时间不确定，存货即时变现能力较差，整体资产流动性较弱。

表7 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	18.61	9.04%	21.01	10.28%
其他应收款	72.17	35.05%	89.23	43.68%
存货	74.63	36.25%	54.49	26.67%
流动资产合计	170.10	82.62%	173.69	85.03%
投资性房地产	5.55	2.69%	6.12	2.99%
固定资产	21.16	10.28%	21.60	10.57%
其他非流动资产	6.04	2.93%	0.00	0.00%



非流动资产合计	35.79	17.38%	30.57	14.97%
资产总计	205.89	100.00%	204.26	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

公司营业收入小幅增长，盈利能力仍较差，且进一步下滑，利润对政府补助依赖仍较强

公司作为德清县重要的基础设施建设主体，收入来源主要为土地一级开发及工程服务等业务，同时开展水务和建材贸易等业务。2020年土地开发和工程服务收入均小幅下降，土地开发业务储备项目规模较大，未来业务来源有保障，工程服务中委托代建业务持续性一般，整体基建板块业务毛利率水平一般。水务业务收入规模较稳定，但持续亏损，拖累公司盈利；建材贸易收入大幅增长，但盈利能力差；停车场收费等其他业务出现大幅亏损。整体来看，2020年公司收入规模略增，但销售毛利率大幅降低，盈利表现较差；同期收现比提升，主营业务获现能力尚可。此外，2020年公司获得3.16亿元政府收益性补助，公司盈利对政府补助依赖仍较强。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	9.91	9.46
收现比	1.04	0.96
营业利润	1.16	1.27
其他收益	3.18	2.36
利润总额	1.16	1.28
销售毛利率	2.56%	8.47%

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

公司负债水平仍较高，短期债务规模仍较大，面临较大偿债压力

受政府拨款及补助等影响，2020年公司资本公积小幅增加，同期负债总额略降，产权比率降低，所有者权益对负债的保障程度提升，水平仍较低。

图1 公司资本结构

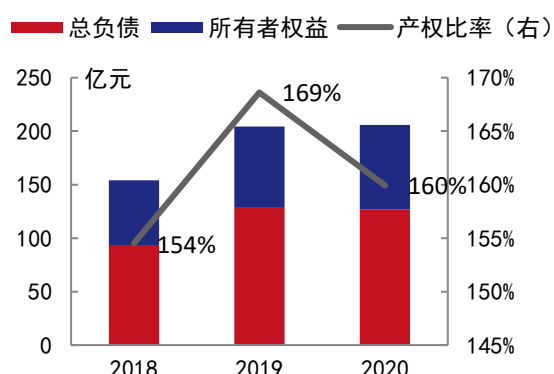
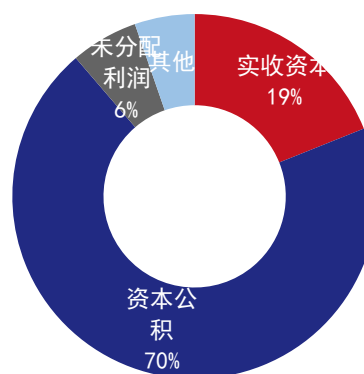


图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，短期借款包括抵质押、保证借款，规模同比增加。其他应付款主要为与当地国企和政府单位的往来款，存在一定偿付弹性。一年内到期的非流动负债包括借款和应付债券，规模同比下降。非流动负债中，长期借款规模有所下降，主要包括抵质押和保证借款，质押物主要为项目未来收益权；2020年末公司融资租赁借款合计17.05亿元，综合成本约7.5%，融资成本相对较高。应付债券规模增长，主要系2020年新发行本期债券之一“20德清债01”及4.99亿元私募债，新增债券期限较长。截至2020年末，公司总债务规模为115.92亿元，较上年略有下降，但规模仍较大，其中短期债务26.40亿元，考虑到公司资产流动性较弱，主营业务盈利能力较差，公司面临较大偿债压力。

表9 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
短期借款	8.77	6.92%	5.07	3.95%
其他应付款	6.54	5.16%	5.64	4.40%
一年内到期的非流动负债	17.63	13.92%	24.68	19.25%
流动负债合计	36.71	28.98%	37.27	29.07%
长期借款	62.55	49.38%	71.74	55.95%
应付债券	26.97	21.29%	17.75	13.84%
非流动负债合计	89.97	71.02%	90.95	70.93%
负债合计	126.68	100.00%	128.22	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图3 公司债务占负债比重

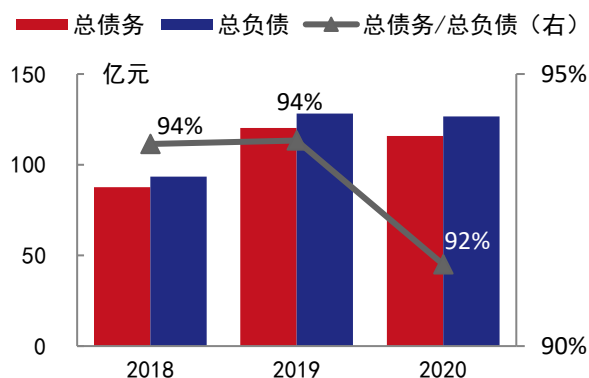
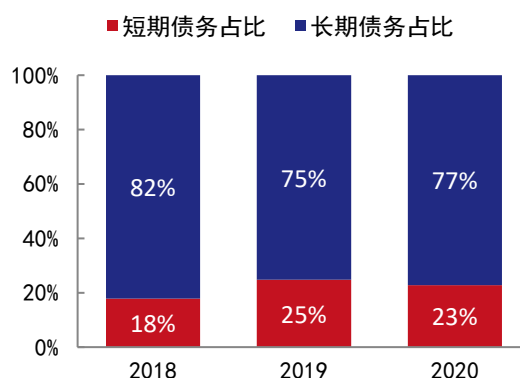


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，截至2020年末，公司资产负债率略降至61.53%，财务杠杆水平仍较高。现金短期债务比变化不大，现金类资产对短期债务的保障程度一般。EBITDA利息保障倍数变化不大，盈利对利息的保障水平很低。

表10 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	61.53%	62.77%
现金短期债务比	0.70	0.71
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.60

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

（一）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5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。

（二）对外担保

截至2020年末，公司对外担保余额为0.47亿元，担保对象为国有企业，但无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表11 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
德清联创科技新城建设有限公司	4,650.00

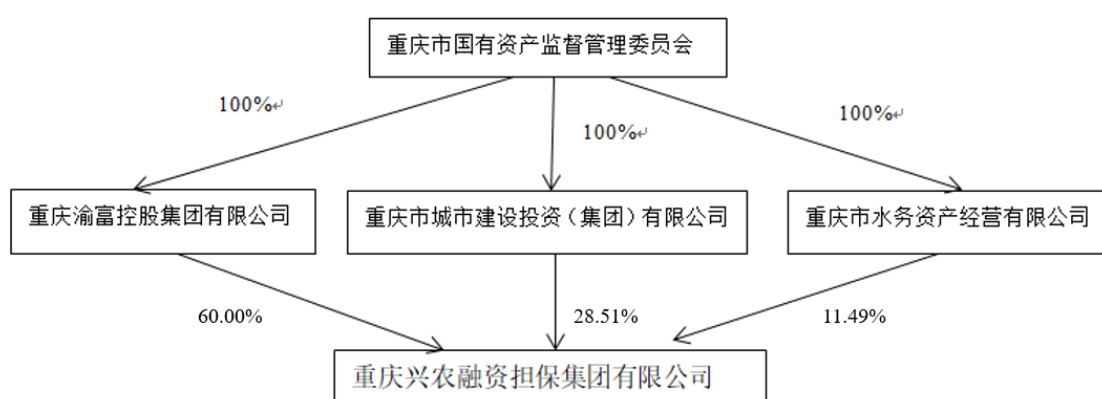
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。跟踪期内，兴农担保注册资本和实收资本增至58.00亿元，控股股东和实际控制人未发生变化，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，兴农担保股权结构如图5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。2020年，兴农担保实现营业收入11.68亿元，其中担保业务收入占当期营业总收入比例为76.14%，担保业务规模持续增长；同期实现利润总额3.66亿元。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。

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

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本期债券信用水平。

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。

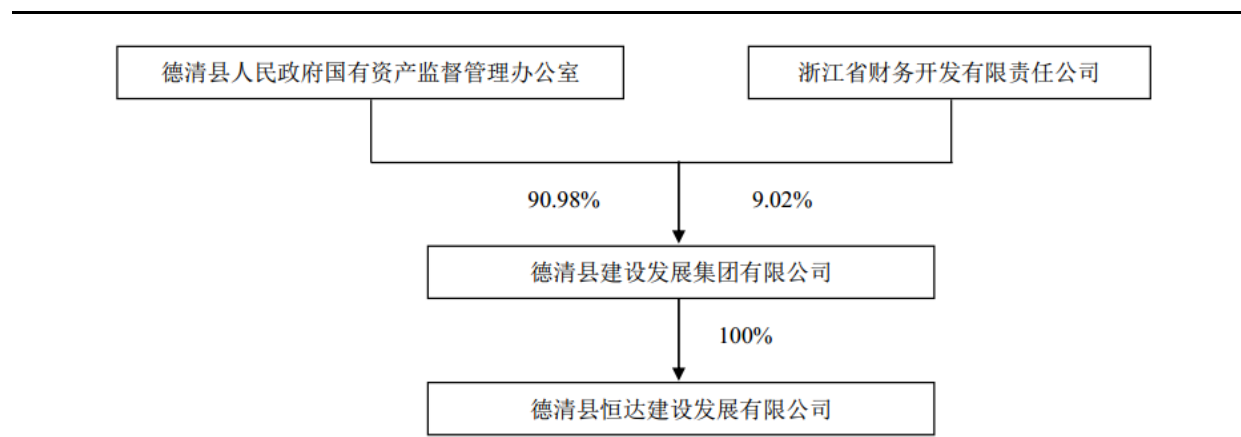


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	18.61	21.01	19.87
其他应收款	72.17	89.23	74.31
存货	74.63	54.49	39.94
流动资产合计	170.10	173.69	138.45
固定资产	21.16	21.60	11.50
非流动资产合计	35.79	30.57	15.57
资产总计	205.89	204.26	154.02
短期借款	8.77	5.07	0.38
一年内到期的非流动负债	17.63	24.68	15.23
流动负债合计	36.71	37.27	21.30
长期借款	62.55	71.74	71.01
应付债券	26.97	17.75	0.00
长期应付款	0.15	0.16	0.17
非流动负债合计	89.97	90.95	72.20
负债合计	126.68	128.22	93.50
总债务	115.92	120.24	87.62
所有者权益	79.21	76.04	60.52
营业收入	9.91	9.46	4.88
营业利润	1.16	1.27	0.99
其他收益	3.18	2.36	0.80
利润总额	1.16	1.28	0.99
经营活动产生的现金流量净额	8.55	-17.61	-32.38
投资活动产生的现金流量净额	-0.75	-5.43	-5.30
筹资活动产生的现金流量净额	-9.17	22.99	37.56
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	2.56%	8.47%	15.00%
收现比	1.04	0.96	1.07
资产负债率	61.53%	62.77%	60.71%
现金短期债务比	0.70	0.71	1.27
EBITDA	4.25	3.01	1.56
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.60	0.42

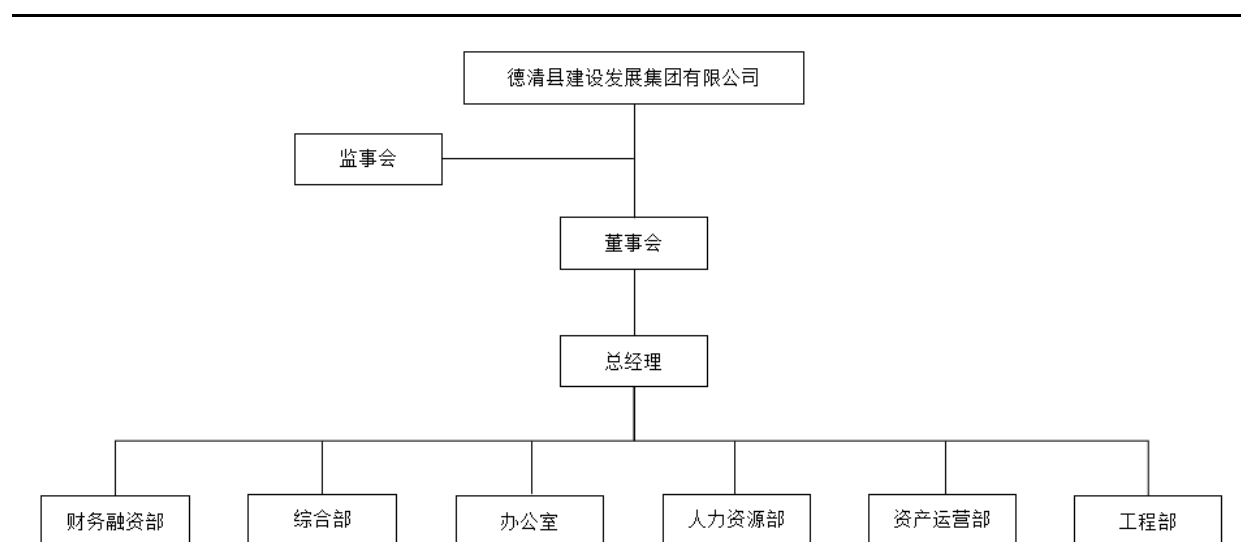
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年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
德清县建设开发有限公司	60,600.00	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	500.00	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	15,000.00	100.00%	绿化工程施工、养护
德清县市政工程有限公司	9,509.00	100.00%	市政工程建设
德清县城市投资开发有限公司	50,000.00	100.00%	基础设施、土地开发
德清县众汇房产经纪有限公司	35.00	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	1,180.00	100.00%	房地产开发、经营
德清县城市资产经营管理有限公司	30,000.00	100.00%	资产管理、投资管理
德清县市场经营管理有限公司	100.00	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	20,000.00	100.00%	停车场及相关设施建设运营
德清县金睿达投资管理有限公司	72,000.00	51.39%	资产投资管理
德清县水务有限公司	3,600.00	100.00%	供水生产及供应
浙江德清之芯信息科技有限公司	100.00	60.00%	软件和信息技术服务
德清县水司水暖管道有限公司	800.00	100.00%	水暖管道销售
德清县兴源市政工程有限公司	500.00	100.00%	市政建设
德清县恒丰污水处理有限公司	300.00	100.00%	污水处理

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开信息，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。