



2019 年陕西安康高新产业发展投资（集团）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年陕西安康高新产业发展投资（集团）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	2021-06-28	2020-06-24

债券概况

债券简称: 19 安康高新债/19 安高债

债券剩余规模: 7.30 亿元

债券到期日期: 2026-03-28

偿还方式: 每年期末付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3-7年末，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

联系方式

项目负责人: 何馨逸

hexy@cspengyuan.com

项目组成员: 韩飞

hanf@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司（以下简称“安康高新”或“公司”）及其2019年3月28日发行的公司债券（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：公司房产销售及工程建设业务未来持续性较好，获得一定的外部支持，且重庆兴农融资担保有限公司（以下简称“兴农担保”或“担保人”）提供的保证担保有效的提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定资金压力，偿债压力较大，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较好，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：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,690,288.70	2,355,074.77	2,029,431.51
所有者权益	859,042.53	845,466.99	816,370.79
总债务	946,137.23	819,532.99	681,756.58
资产负债率	68.07%	64.10%	59.77%
现金短期债务比	0.83	1.27	1.87
营业收入	74,724.40	75,493.95	68,092.25
其他收益	13,637.15	17,084.75	18,459.90
利润总额	14,146.46	23,244.53	21,780.44
销售毛利率	12.81%	16.44%	17.09%
EBITDA	16,552.10	26,479.87	24,552.28
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.72	0.56
经营活动现金流净额	16,579.92	17,059.98	172,915.20
收现比	0.92	1.84	0.76

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 主营业务持续性较好。**公司主要业务包括房产销售和工程建设，截至 2020 年末，在售房地产项目剩余可销售面积为 10.91 万平方米；主要在建工程项目总投资 32.66 亿元，已投资 22.34 亿元，主要项目均已签订代建协议，未来收入较有保障。
- 公司继续获得一定外部支持。**2020 年安康市财政局将持有的陕西安康高新融资租赁有限公司及华琴储能技术有限公司股权划转给公司，增加资本公积 0.16 亿元。同期，公司获得政府补助合计 1.36 亿元，提升了公司的盈利水平。
- 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能有效提升本期债券信用水平。

关注

- 公司资产流动性较弱。**2020 年公司资产仍以存货和应收款项为主。存货中待开发土地抵押比例较高，应收款项回款时间存在一定的不确定性。
- 公司面临一定资金支出压力。**截至 2020 年末，公司在建房地产项目和在建工程建设项目合计尚需投资 13.64 亿元，且公司收现比较上年大幅下降，业务获现能力不佳，未来仍有一定资金压力。
- 公司面临较大偿债压力。**2020 年末公司产权比率升至 213.17%，总债务规模进一步扩大，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数较上期大幅下降。
- 存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保占年末所有者权益的比重为 8.03%。大部分担保设置了反担保措施，但主要担保对象为民营企业。

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3月28日发行7年期7.3亿元公司债券，募集资金原计划用于安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目和补充营运资金。因安康高新区整体规划调整及延期发行，公司于2019年9月19日公告将原计划用于安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目的4.4亿元募集资金用途变更为安康高新区标准化厂房和富硒产业总部经济项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4,219.12元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2019年12月，安康市高新技术产业开发区财政局（以下简称“高新区财政局”）对公司新增注册资金50,000.00万元（未实缴），并约定在2021年至2030年每年向公司注资3,000万元，2031年至2034年每年向公司注资5,000万元，于每年6月前实缴到位。截至2020年末，公司注册资本为180,280.00万元，实收资本仍为110,000.00万元，按实际出资比例，安康市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安康市国资委”）仍为公司控股股东。截至2020年末公司股权结构图见附录二。根据安康市国资委（安国资发【2015】9号）文件，安康市国资委授权安康市高新技术产业开发区管委会（以下简称“高新区管委会”）代为行使所有股东权利并承担相应责任，公司实际控制人仍为高新区管委会。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，截至2020年末，公司合并范围内共有17家子公司，详见附录四。

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。

区域经济环境

安康市2020年工业经济降幅较大，整体经济下行压力明显，财政自给率仍较低

2020年，安康市全市实现地区生产总值1,088.78亿元，同比下降9.2%，整体经济下行压力明显。分产业看，第一产业增加值157.20亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值438.56亿元，同比下降18.7%；第三产业增加值493.03亿元，同比下降1.6%。三次产业结构由2019年的11.6：46.9：41.5调整为2020年的14.4：40.3：45.3。按常住人口计算，2020年安康市人均地区生产总值43,666元，是全国人均生产总值的60.27%，经济实力仍处于较低水平。

2020年安康市全年全部工业增加值342.49亿元，比上年下滑21.9%，其中，规模以上工业总产值同比下降25.3%，增加值同比下降22.9%。六大支柱产业产值均同比下降。其中，清洁能源产值下降14.1%，富硒食品下降20.7%，纺织服装下降26.0%，新型材料下降27.1%，装备制造下降28.3%，生物医药下降37.4%。

2020年，安康市全年固定资产投资同比下降3.5%，其中第一产业投资比上年下降4.8%；第二产业投资下降1.2%；第三产业投资下降3.1%。消费方面，2020年安康市社会消费品零售总额437.09亿元，下降6.3%。全年外贸进出口总额10.10亿元，比上年增长14.5%，其中出口9.67亿元，增长11.7%。2020年安康市金融存贷款余额持续增加，年末全市金融机构人民币各项存款余额1,693.14亿元，增长10.5%，各项贷款余额961.25亿元，增长12.4%。

表1 2019-2020年安康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）	1,088.78	-9.2%	1,182.06	7.9%
第一产业增加值	157.20	3.4%	137.52	4.3%
第二产业增加值	438.56	-18.7%	553.93	10.7%
第三产业增加值	493.03	-1.6%	490.61	6.0%
规上工业增加值	-	-22.9%	-	11.4%
固定资产投资	-	-3.5%	-	10.0%
社会消费品零售总额	437.09	-6.3%	368.74	10.8%

进出口总额	10.10	14.5%	8.82	88.1%
存款余额	1,693.14	10.5%	1,532.04	8.0%
贷款余额	961.25	12.4%	855.21	10.9%
人均 GDP (元)		43,666		44,241
人均 GDP/全国人均 GDP		60.27%		62.41%

注：表中“-”表示该数据未公开，2020年人均GDP=地区生产总值/2020年末安康市常住人口数

资料来源：2019-2020年安康市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年安康市一般公共预算收入28.37亿元，同比增长2.4%。其中税收收入22.35亿元，占一般公共预算收入的比重为78.78%。实现政府性基金收入71.17亿元，同比下降0.68%。2020年安康市一般公共预算支出390.76亿元，同比增长5.98%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为7.26%。

安康高新技术产业开发区（以下简称“安康高新区”）是2015年经国务院批复设立的国家高新技术产业开发区，规划控制面积120平方公里。经过数年发展，已形成以新型材料、现代物流、先进制造、富硒生物、现代服务为主导产业的经济格局。2020年，安康高新区在全国169个国家高新区中综合排名位列第63位，较上年提升2名。

五、经营与竞争

公司主要承担安康高新区基础设施建设、土地整理开发、保障房建设的职能。2020年，公司实现营业收入74,724.40万元，同比小幅下降。公司收入仍主要来自房产销售和市政基础工程建设业务。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为12.81%，较上年下降3.63个百分点，主要系工程建设收入毛利率下降所致，其余各项业务毛利率也存在一定波动。

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
房产销售收入	27,771.86	10.00%	34,126.77	8.42%
工程建设收入	31,493.05	12.70%	23,244.71	23.84%
土地整理收入	257.85	1.90%	4,035.16	7.42%
物业管理收入	4,123.13	-38.50%	4,742.69	56.18%
环卫服务收入	1,649.83	12.36%	1,494.24	13.21%
征迁服务收入	1,037.74	16.84%	1,367.92	-3.41%
租赁收入	1,449.84	-27.73%	838.02	-124.87%
利息收入	2,697.53	97.44%	2,258.62	93.66%
销售货物收入	3,031.89	65.30%	3,385.82	-5.66%
办学收入	1,211.69	-16.98%	-	-
合计	74,724.40	12.81%	75,493.95	16.44%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司房产销售业务收入规模略有下降，毛利率有所提升，仍有一定持续性

公司的房产销售业务包括保障房业务和商品房业务。公司作为安康市高新区保障房项目投资建设的主体，由当地主管部门根据年度保障房建设任务进行立项后，交由公司负责实施。公司负责项目的融资、投资及建设管理，建设的保障房数量受政府计划控制，开工数量和竣工数量有一定的指标要求。项目完工后，公司依据政府制定的安置任务和约定价格进行销售和分配保障房，主要依靠销售收入实现保障性住房项目的资金平衡和经营收益。定价方面，房地产项目中商品房部分的销售定价主要根据当地房地产的基本行情及项目地理位置、交通条件、周边配套设施完善情况、建筑密度、绿化情况及物业管理水平进行市场化定价，保障房定价基本低于商品房 20%以下。另外，公司的房地产项目中配套了一定的商铺、车位等，待建成后由公司进行销售，销售收入全部归公司所有。资金来源方面，房地产项目一般初期公司投入 30%的自有资金进行建设，项目进度达到约 25%时公司开始进行预售，至房屋封顶时公司预售约 50%的房屋，至房屋交付使用时公司预售房屋比例达到 90%，项目资金基本自求平衡。

公司 2020 年实现房产销售收入 2.78 亿元，较上年下降 18.62%，主要系受疫情影响，上半年销售收入大幅减少所致。房产销售毛利率为 10.00%，较上年提升 1.58 个百分点，主要系 2020 年在售房产中无限价房，且中高品质楼盘（波尔多庄园、高新观澜）销售户数增加，使房产销售均价有所上涨。

表3 公司 2019-2020 年主要房产销售情况（单位：户、平方米、元/平方米）

年份	项目名称	销售户数	销售面积	销售价格范围
2020 年	波尔多智博园	56	7,798.66	4,800-5,500
	高新观澜	74	11,925.25	6,800-7,500
	高新万象	25	3,986.03	5,800-6,800
2019 年	波尔多庄园	25	9,294.47	10,000-11,000
	波尔多智博园	265	36,346.00	4,800-5,500
	高新观澜	34	6,013.65	6,800-7,500
	高新现代城	17	2,310.98	5,500-6,200
	波尔多庄园	5	1,324.00	10,000-11,000

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司主要在售房地产项目如下表所示。累计已销售面积为 32.79 万平方米，剩余可销售面积为 10.91 万平方米。截至 2020 年末，公司主要在建房地产项目总投资为 18.05 亿元，已投资额为 14.75 亿元，未来尚需投资 3.30 亿元。随着未来房地产项目的进一步销售，公司房地产销售收入较有保障。

表4 截至 2020 年末公司主要房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目类别	项目所在地	总投资金额	已投资金额	剩余可售面积	已售面积
居尚四期（62#、65#、69#、70#、72#、73#）	商品房	安康高新区 居尚路北侧	39,575.00	39,575.00	121.30	123,651.29
波尔多庄园一期（1#-3#、5#-13#、15#-23#、25#-27#、K31、K32、35#-37#）	商品房	安康市 316 国道南侧	21,000.00	20,452.00	5,186.12	25,613.02

波尔多·智博园公园组团	商品房	安康高新区居尚路南侧	44,800.00	36,936.41	200.70	132,407.04
高新观澜（5#-12#）	商品房	安康高新区波尔多庄园北侧	50,000.00	42,148.49	53,344.38	15,511.33
高新蔚蓝	商品房	安康高新区居尚路北侧	20,000.00	3,296.25	35,200.00	26,705.40
高新万象	商品房	安康高新区秦岭大道南侧	5,115.57	5,115.57	15,091.00	3,986.03
合计	-	-	180,490.57	147,523.72	109,143.50	327,874.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程建设业务未来持续性较好，同时面临一定资金支出压力

公司是安康市高新区基础设施建设的重要主体，工程建设业务中的委托代建项目模式一般为：根据高新区管委会与公司就各项目分别签订的委托建设及项目回购协议书，高新区管委会委托公司建设相应的工程项目，在工程竣工验收合格后，由高新区管委会予以整体回购，回购金额为项目总投资的 120%。如果相关项目最终决算金额超过项目总投资额，高新区管委会需要支付公司超过总投资额的款项。

2020 年公司工程建设业务收入主要来源于建民社区、高新大道、科技运营公司工程等项目，合计收入 3.15 亿元，同比增长 35.48%，毛利率为 12.70%，较 2019 年下降 11.14 个百分点，主要系确认收入的项目中科技运营公司工程、土方开挖工程为子公司陕西安康高新科技城市运营有限公司及安康高新渣土运输服务有限公司作为工程施工方通过市场化招标参与建设的项目，不属于委托代建项目，此类项目毛利率相对较低，因此整体工程建设业务毛利率存在波动。

表5 公司 2020 年工程建设收入明细（单位：万元）

项目名称	确认成本	确认收入
建民社区	7,330.99	8,540.96
高新大道	4,534.73	5,283.19
科技运营公司工程	4,728.32	5,096.72
土方开挖工程	2,675.90	2,932.95
富家河生态环境整治项目	1,390.49	1,559.63
安康高新区智能终端广场、鎏金蚕广场、花园大道景观改造、市政道路工程	1,243.07	1,467.89
安康大道综合改造工程	1,080.53	1,392.18
付家河社区	1,131.13	1,317.82
学府路	455.32	530.47
生态商业公园	273.37	318.49
生态文化公园	32.29	37.62
付家河生态园标准化厂房	17.58	20.49
零星工程	2,600.31	2,994.64
合计	27,494.03	31,493.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司主要在建项目总投资 32.66 亿元，已投资合计 22.34 亿元，未来尚需投资 10.34 亿元，大部分项目已签订代建协议，未来该项业务收入依然较有保障，但公司同时也存在一定资金支出压力。

表6 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投金额	已投金额	尚需投资	是否签订代建协议
安康财富中心	2.00	2.00	-	是
初级中学	0.95	0.94	0.01	是
秦岭大道	0.80	0.82	-	是
安康大道	2.00	1.67	0.33	是
安康高新实验中学及室外配套和周边路网工程（安康中学高新分校）	5.15	2.25	2.90	是
创新一路	1.50	1.50	-	是
生态运动公园	0.66	0.66	-	是
安康高新区飞地新经济产业园项目	19.60	12.50	7.10	否
合计	32.66	22.34	10.34	-

注 1：安康财富中心、创新一路项目根据立项文件对总投资金额进行调整，因此与上期报告中不一致；

注 2：安康高新区飞地新经济产业园项目为公司自营项目；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年物业管理、销售货物、租赁及办学等业务丰富了公司业务的多样性，为公司收入形成较好补充

公司承担国有资产经营管理、保值增值职能，实现了部分物业管理、销售货物、租赁及办学等收入，扩充了公司收入来源。公司物业管理业务主要由公司子公司陕西安康物业管理有限公司经营产生，目前该公司物业管理业务主要涉及物业为高新现代城、付家河社区、建民社区、居尚社区、教师公寓等，2020年实现物业管理收入4,123.13万元，毛利率为-38.50%，主要为应对疫情投入大量易耗防疫物资和人员，同时本年接管新小区，使得营业成本增加所致。利息收入业务主要由公司子公司安康高新中小企业融资服务有限公司经营产生，主要业务为向安康高新区入园企业提供委托贷款收入产生利息收益。2020年实现利息收入2,697.53万元，毛利率保持较高水平。

2020年公司销售货物收入3,031.89万元，主要包括子公司陕西安康物业管理有限公司（以下简称“物业管理公司”）名下车位、商铺、广告位的租赁收入和子公司陕西安康高新科技城市运营有限公司电线、电缆、智能监控设备、交通监控设备、有色金属等货物的销售收入，毛利率为65.30%，较上年大幅提升，主要是2020年将办学收入从销售货物中分离单独核算，及物业公司租赁业务成本较低所致。2020年公司实现办学收入1,211.69万元，为子公司安康高新教育体育产业发展有限公司的经营所得，由于学费标准较低及人力成本较高，2020年仍未实现盈利。此外，2020年公司实现房产租赁收入1,449.84万元，子公司安康飞地经济发展有限公司征迁工作实现服务费收入1,037.74万元，为公司整体业务收入起到一定补充作用。

2020年公司继续得到一定的外部支持

2020年，根据安康高新区党工委委员第10次会议纪要，安康市财政局将其所持有的陕西安康高新融资租赁有限公司100%股权划转给公司，增加公司资本公积0.12亿元，将其所持有的华秦储能技术有限公司股权划转给公司，增加资本公积0.04亿元。

2020年，公司收到政府补助合计1.36亿元，一定程度上提升了公司的盈利能力。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经利安达会计师事务所（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年公司合并范围未发生变化，合并范围内共17家子公司，详见附录二。

资产结构与质量

2020年公司资产规模稳定增长，存货占比较大，存货中待开发土地抵押比例较高，应收款项回款时间存在一定的不确定性，整体资产流动性较弱

2020年公司资产规模稳定增长，年末公司资产总计269.03亿元，较上年增长14.23%，主要为应收账款和存货的增长所致。2020年公司资产仍以流动资产为主。

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	93,058.84	3.46%	127,640.19	5.42%
应收账款	309,339.39	11.50%	153,704.00	6.53%
预付款项	319,159.20	11.86%	309,681.69	13.15%
其他应收款	82,001.36	3.05%	107,564.63	4.57%
存货	1,225,398.01	45.55%	1,067,617.52	45.33%
流动资产合计	2,058,318.60	76.51%	1,766,208.04	75.00%
长期股权投资	108,370.19	4.03%	84,510.50	3.59%
在建工程	383,021.07	14.24%	391,418.26	16.62%
非流动资产合计	631,970.11	23.49%	588,866.73	25.00%
资产总计	2,690,288.70	100.00%	2,355,074.77	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司货币资金账面价值9.31亿元，其中受限资金主要为定期存单1.00亿元。2020年末，公司应收账款较上年大幅增长101.26%，其中应收高新区管委会25.65亿元，占比82.93%，主要为代建项目工程款及土地整理工程款，整体回收风险较小，但回收时间不确定。公司其他应收款多为对当地民营

企业及公司参股企业的借款，公司对其收取利息计入利息收入，存在一定回收风险，回收时间也具有不确定性，其中对安康龙翔教育兴业有限公司的1.93亿借款是公司为支持其旗下安康高新国际中学发展出借，已设置担保措施并制定相关还款计划。公司预付款项主要为预付工程款，规模较大且短期内变现难度较高，对公司资产形成一定占用。

表8 截至 2020 年末公司前五大其他应收款情况（单位：万元）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款的比例
安康市龙翔教育兴业有限公司	借款	19,300.00	4-5年	23.54%
安康高新技术产业开发区城市管理局	往来款	8,343.08	1年以内	10.17%
陕西华银科技有限公司	借款	7,300.00	1年以内	8.90%
陕西安康高新健康产业发展有限公司 ¹	借款	6,936.00	1年以内	8.46%
安康高新新兴产业厂房建设运营有限公司 ²	借款	5,860.00	1年以内	7.15%
合计	-	47,739.08	-	58.22%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司存货账面价值较上年增加14.78%。存货主要为开发成本（44.27亿元）和拟开发土地（78.03亿元），开发成本主要为商品住宅，开发完成后公司自行对外销售。年末拟开发土地中，账面价值为38.72亿元的土地已对外抵押，土地抵押比例为49.62%。

非流动资产中，2020年末公司长期股权投资账面余额为10.84亿元，主要系本期新增对安康贫困地区科技产业发展基金合伙企业（有限合伙）、陕西智宇寰辰医疗器械有限公司、陕西产投均和国际贸易有限公司等公司的投资所致。在建工程为公司代建项目建设成本，2020年末账面价值与上年规模基本持平。

整体看，截至2020年末，流动资产占公司资产总额的76.51%，其中应收款项、预收款项和存货规模较大，存货中土地抵押比例较高，应收款项回收时间存在不确定性，公司整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入与去年基本持平，收现比大幅下降，盈利对其他收益的依赖仍较大

2020年公司营业收入仍主要来源于房产销售、市政基础工程建设等业务。2020年公司实现营业收入7.47亿元，与去年收入规模基本持平。2020年销售毛利率为12.81%，较去年下降3.63个百分点，主要系工程建设收入毛利率下降所致。

¹ 公司持股比例 49%

² 公司持股比例 49%

2020年公司收现比为0.92，较去年大幅下降，公司资金回笼状况较上年有所弱化。2020年公司实现利润总额1.41亿元，同比下降39.14%。公司2020年其他收益为1.36亿元，为政府补助，当期其他收益占利润总额的比重为96.40%，公司盈利对其他收益依赖仍较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
营业收入	74,724.40	75,493.95
收现比	0.92	1.84
营业利润	14,338.28	17,904.88
其他收益	13,637.15	17,084.75
利润总额	14,146.46	23,244.53
销售毛利率	12.81%	16.44%

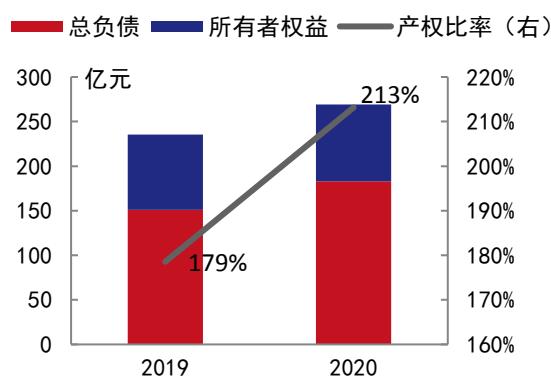
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年公司总债务规模进一步扩大，现金类资产对短期债务覆盖能力下滑，盈利对债务的利息偿付保障能力较弱，公司整体面临较大的偿债压力

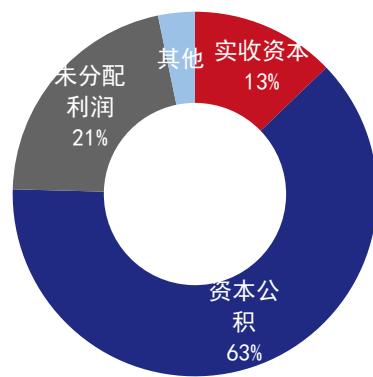
随着项目的持续投入以及业务规模的不断扩大，近年公司负债规模持续增长，2020年末，公司负债总额183.12亿元，同比增长21.30%。2020年末公司所有者权益85.90亿元，较上年小幅增长1.60%，主要系盈余积累。在以上因素综合影响下，2020年末公司产权比率为213.17%，较上年提升34.62个百分点，净资产对负债的保障程度进一步减弱。

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

从公司负债结构来看，2020年末公司流动负债与非流动负债占比基本持平。短期借款主要为保证借款和信用借款。预收款项主要为预收房款。其他应付款主要系应付高新区土地统征中心的安置房工程款38.33亿元、应付高新区财政局的债务置换资金11.55亿元、应付陕西建工控股集团有限公司的往来款、应付安康市财信小额贷款有限公司和安康市博元实业有限公司的无息借款等。

2020年末公司长期借款规模75.42亿元，同比增长21.72%，主要系信用借款、质押借款和抵押借款等，其中非标借款合计15.59亿元，非标融资利率在4.95%-7.50%之间；年末应付债券余额7.24亿元，同比下降19.90，主要系“14安康高新债”分期偿还本金及一年内即将到期所致；年末长期应付款包括融资租赁款0.71亿元和专项应付款8.87亿元，较上年大幅增长838.15%，主要系专项应付款中卫生基建拨款本年大幅增加8.05亿元所致。

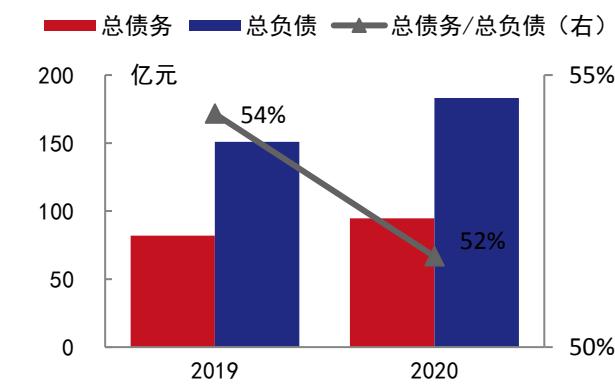
表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,500.00	2.21%	28,000.00	1.85%
预收款项	175,244.57	9.57%	144,035.66	9.54%
其他应付款	570,740.97	31.17%	512,681.47	33.96%
一年内到期的非流动负债	71,905.41	3.93%	72,455.43	4.80%
流动负债合计	906,618.04	49.51%	787,151.73	52.14%
长期借款	754,232.76	41.19%	619,588.00	41.04%
应付债券	72,449.06	3.96%	90,449.06	5.99%
长期应付款	95,733.82	5.23%	10,204.50	0.68%
非流动负债合计	924,628.13	50.49%	722,456.05	47.86%
负债合计	1,831,246.17	100.00%	1,509,607.78	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

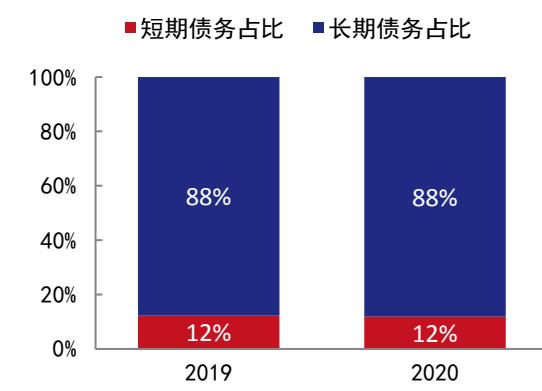
截至2020年末，公司总债务规模为94.61亿元，同比增长15.45%，其中短期债务占比11.88%，公司整体债务规模较大，以长期债务为主。

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

从偿债指标来看，随着债务规模的不断扩大，2020年末公司资产负债率为68.70%，较上年提升4.60个百分点，公司负债水平进一步提高。2020年公司现金短期债务比为0.83，较上年下滑幅度较大，现金类资产对短期债务覆盖程度有所减弱。2020年公司EBITDA利息保障倍数下降为0.35，公司盈利对有息

负债的利息偿付保障能力较弱，公司债务负担较重。

表11 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	68.07%	64.10%
现金短期债务比	0.83	1.27
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.72

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16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12月31日，公司对外担保金额合计6.90亿元（同期末担保余额合计4.51亿元），对外担保金额占年末所有者权益的比重为8.03%，大部分被担保对象设置了反担保措施，但主要为民营企业，存在一定或有负债风险。

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

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
安康市高新中学有限公司	民营企业	18,000.00	2022-3-17	否
陕西华银科技股份有限公司	民营企业	4,000.00	2020-12-23	是
陕西南水汽车配件制造有限公司	民营企业	15,000.00	2022-5-19	是
陕西安康金鑫远航实业发展有限公司	民营企业	1,000.00	2020-07-21	是
陕西财信融资租赁有限公司	地方国企	10,000.00	2021-7-29	是
安康正大制药有限公司	民营企业	6,000.00	2028-9-26	是
陕西金思铭生物技术有限公司	民营企业	15,000.00	2026-9-26	否
合计	-	69,000.00	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

九、本期债券偿还保障分析

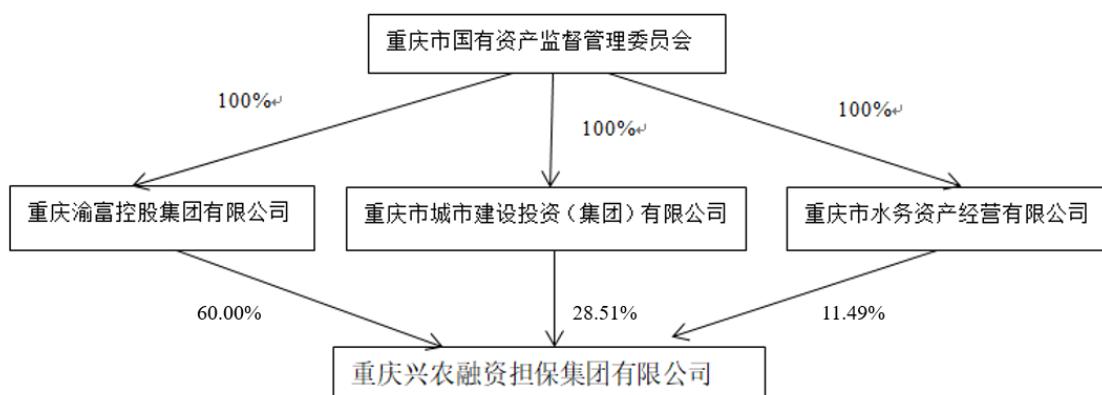
兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平

根据兴农担保出具的担保函，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，担

保范围包括本期债券本金不超过人民币9亿元及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保责任的期间为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13 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14 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。

十、结论

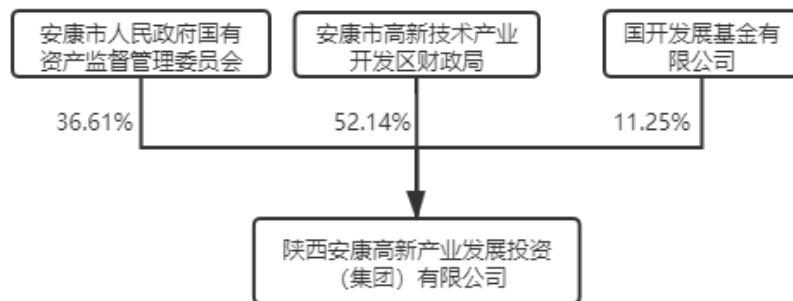
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	93,058.84	127,640.19	120,585.01
应收账款	309,339.39	153,704.00	159,457.24
预付款项	319,159.20	309,681.69	243,326.44
存货	1,225,398.01	1,067,617.52	993,508.71
流动资产合计	2,058,318.60	1,766,208.04	1,594,587.35
在建工程	383,021.07	391,418.26	241,395.15
非流动资产合计	631,970.11	588,866.73	434,844.15
资产总计	2,690,288.70	2,355,074.77	2,029,431.51
短期借款	40,500.00	28,000.00	4,500.00
其他应付款	570,740.97	512,681.47	347,724.42
一年内到期的非流动负债	71,905.41	72,455.43	60,156.83
流动负债合计	906,618.04	787,151.73	594,796.96
长期借款	754,232.76	619,588.00	559,900.50
应付债券	72,449.06	90,449.06	36,000.00
长期应付款	7,050.00	9,040.50	22,363.25
非流动负债合计	924,628.13	722,456.05	618,263.75
负债合计	1,831,246.17	1,509,607.78	1,213,060.71
总债务	946,137.23	819,532.99	681,756.58
所有者权益	859,042.53	845,466.99	816,370.79
营业收入	74,724.40	75,493.95	68,092.25
营业利润	14,338.28	17,904.88	23,568.15
其他收益	13,637.15	17,084.75	18,459.90
利润总额	14,146.46	23,244.53	21,780.44
经营活动产生的现金流量净额	16,579.92	17,059.98	172,915.20
投资活动产生的现金流量净额	-77,957.76	-139,546.75	-138,483.47
筹资活动产生的现金流量净额	28,796.49	117,541.96	-41,601.97
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	12.81%	16.44%	17.09%
收现比	0.92	1.84	0.76
资产负债率	68.07%	64.10%	59.77%
现金短期债务比	0.83	1.27	1.87
EBITDA（亿元）	1.66	2.65	2.46
EBITDA利息保障倍数	0.35	0.72	0.56

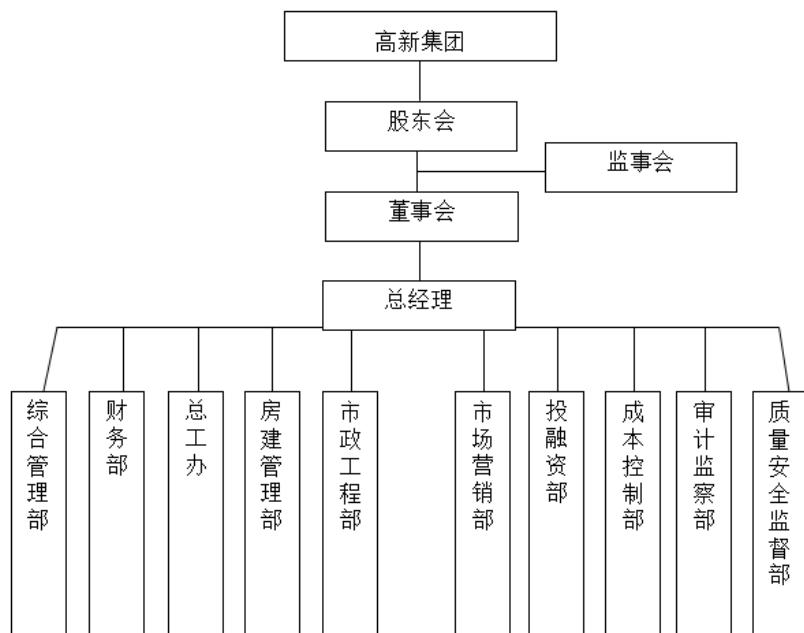
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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 截至 2020 年末公司组织结构图



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	取得方式
陕西工业园区开发建设有限公司	5,202.50	100.00%	园区开发	政府注入
陕西安康高新环卫有限公司	100.00	100.00%	环卫服务	投资设立
安康市江北自来水有限公司	1,000.00	100.00%	自来水产销	投资设立
陕西安康高新物业管理有限公司	500.00	100.00%	物业管理	投资设立
陕西安康高新绿化工程有限公司	2,000.00	100.00%	绿化施工	投资设立
安康高新中小企业融资服务有限公司	6,000.00	51.67%	委托贷款投资	投资设立
陕西安康高新科技城市运营有限公司	5,000.00	100.00%	城市基础工程施工，货物销售	投资设立
安康高新教育体育产业发展有限公司	20,000.00	100.00%	教育项目建设咨询管理等	投资设立
陕西安康汉江文化旅游发展有限公司	50,000.00	100.00%	旅游相关服务	投资设立
陕西安康高新飞地园区基础设施建设有限公司	58,000.00	100.00%	建筑工程施工，建材销售等	投资设立
陕西安康高新区能源产业发展有限责任公司	3,000.00	60.00%	热电购售配套设施建设等	投资设立
陕西安康高新区世纪大道建设有限公司	9,000.00	100.00%	土木工程建筑业	投资设立
安康飞地经济发展有限公司	26,435.00	100.00%	水利、环境和公共设施管理业	投资设立
陕西安康棚改建设有限公司	23,005.00	100.00%	房地产业	投资设立
陕西安康高投投资管理有限公司	3,052.30	100.00%	租赁和商务服务业	投资设立
安康新经济产业园区开发建设有限公司	30,000.00	80.00%	房地产业	投资设立
安康高新工程建设管理有限公司	5,000.00	100.00%	科学研究和技术服务业	投资设立

资料来源：公司 2020 年审计报告

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	(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+应付票据+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。