



2019 年西峡县财和产业集聚区投资有限公司养老产业专项债券 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： 



2019年西峡县财和产业集聚区投资有限公司¹养老产业专项债券 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	AAA	AAA
评级日期	2021-06-29	2020-06-29

债券概况

债券简称：19 西峡债

债券剩余规模：7.50 亿元

债券到期日期：2026-09-23

偿还方式：每年付息一次，设置本金分期偿还条款，在债券存续期第3-7年末分别按发行总额的20%偿还债券本金

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对南阳财和投资有限公司（以下简称“南阳财和”或“公司”）及其2019年9月发行的养老产业专项债券（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南阳市和西峡县经济实力持续提升，为公司发展提供了良好基础，公司代建业务持续性仍较好，获得的外部支持力度仍较大，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的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贸易业务盈利能力很弱，客户集中度很高，资产流动性仍较弱，面临较大资金支出压力，以及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	126.67	98.85	90.44
所有者权益	71.21	66.52	65.21
总债务	22.74	18.43	10.37
资产负债率	43.78%	32.71%	27.90%
现金短期债务比	0.92	0.50	0.79
营业收入	53.73	49.33	38.45
其他收益	1.32	1.24	1.27
利润总额	1.07	1.51	1.97
销售毛利率	3.59%	2.77%	4.54%
EBITDA	2.74	2.66	3.04
EBITDA 利息保障倍数	1.30	2.00	3.02
经营活动现金流净额	3.62	-1.05	-13.78
收现比	0.78	1.02	0.99

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

¹公司于2020年6月19日更名为南阳财和投资有限公司。



优势

- **南阳市和西峡县经济实力持续提升，为公司发展提供了良好基础。**南阳市是农业大市，是全国粮、棉、油、烟集中产地；西峡县为河南省第二大县，县内工业基础较好，建有西峡县产业集聚区，区内以冶金材料、汽车配件为主导产业，另有香菇为主的食用菌、猕猴桃为主的林果加工绿色食品产业，2020 年南阳市和西峡县经济均保持增长。
- **公司代建业务持续性仍较好。**作为西峡县最重要的平台公司，公司承担了西峡县大量的基础设施建设任务，目前尚未结算的代建项目投资规模较大，未来可为公司带来一定收入。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年，公司新增资本公积 3.01 亿元，并获得西峡县政府补贴 1.32 亿元。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**兴农担保实力较为雄厚，经中证鹏元综合评定其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有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司贸易业务盈利能力很弱，客户集中度很高。**贸易业务为公司收入的最主要来源，主要贸易商品包括燃料、合金和原辅材料等，同质化程度较高，市场竞争激烈，盈利能力很弱，且公司贸易和物流业务下游客户集中度很高，对单一客户的依赖性较强。
- **公司资产流动性仍较弱。**截至 2020 年末，公司资产以土地资产、工程施工项目、往来款和预付款项为主，往来款和预付款项占比较大，对资金形成较大占用，且存在部分公益性较强资产以及受限资产。
- **公司面临较大资金支出压力。**2020 年公司收现比降至 0.78，且年末主要工程项目尚需投资规模仍较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，担保对象虽为国有企业和事业单位，但均未设置反担保措施。

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9月23日发行7年期7.50亿元养老产业专项债券，募集资金原计划用于西峡县惠民康复保健养老中心项目。截至2021年6月24日，本期债券募集资金专项账户余额为26.95万元。

三、发行主体概况

2020年6月，西峡县人民政府将公司60%股权无偿划拨给南阳交通建设投资有限公司（以下简称“南阳交投”），公司控股股东变更为南阳交投，实际控制人变更为南阳市财政局；公司名称变更为南阳财和。截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍均为10.00亿元，控股股东为南阳交投，实际控制人为南阳市财政局。

公司主要负责城市基础设施和重点项目建设投资、供水、贸易及物流等业务。2020年公司出资设立北京欢停科技有限公司、欢停（重庆）科技有限公司和万载明灿智慧运营管理有限公司等3家子公司，出资方均为子公司河南观潮智能科技有限公司；并以增资形式控股了西峡恐龙遗迹园旅游有限公司（以下简称“西峡旅游”）²、河南龙成成飞置业有限公司（以下简称“成飞置业”）³等2家公司。截至2020年末纳入公司合并范围内一级子公司共10家，具体情况见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
北京欢停科技有限公司	100.00%	1,000	技术开发、咨询等	出资设立
欢停（重庆）科技有限公司	75.00%	1,000	技术服务、技术开发等	出资设立
万载明灿智慧运营管理有限公司	73.00%	2,000	建筑智能化工程施工	出资设立
西峡恐龙遗迹园旅游有限公司	51.19%	21,000	旅游娱乐项目等	购买
河南龙成成飞置业有限公司	51.02%	24,500	房地产开发与销售等	购买

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

² 2020 年 5 月，公司与龙成集团、自然人朱书成、西峡旅游签订《增资扩股协议》，以 1.075 亿元对西峡旅游增资，增资前龙成集团持有西峡旅游 60.00%股权，朱书成持有西峡旅游 40.00%股权；增资后西峡旅游注册资本为 2.10 亿元，公司持有西峡旅游 51.19%股权。

³ 2020 年 5 月，公司与河南龙成集团有限公司（以下简称“龙成集团”）、成飞置业签订《增资扩股协议》，以 1.25 亿元对成飞置业增资，增资前龙成集团持有成飞置业 100.00%股权，增资后成飞置业注册资本为 2.45 亿元，公司持有成飞置业 51.02%股权。



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

南阳市为农业和人口大市，是全国粮、棉、油、烟集中产地，近年经济实力逐步增强，投资和消费为拉动经济发展的重要动力

南阳市位于河南省西南部、豫鄂陕三省交界处，为三面环山、南部开口的盆地，全市现辖2行政区、4个开发区、10个县，总面积2.66万平方公里。根据南阳市第七次全国人口普查公报，2020年南阳市常住人口为971.31万人。南阳市市内河流众多，水储量、亩均水量及人均水量均居全省第一位，是南水北调中线工程水源地和渠首所在地。得益于丰富的水资源和适宜的地理环境，南阳也是河南省面积最大、人口最多的农业大市，是全国粮、棉、油、烟集中产地，林、果、药和土特产品资源丰富。

近年南阳市经济实力持续提升，2020年南阳市实现地区生产总值3,925.86亿元，按可比价格计算，增速为2.2%。其中，第一产业增加值652.46亿元，第二产业增加值1,260.81亿元，第三产业增加值2,012.58亿元，三次产业结构由2019年的14.9:33.2:51.9调整至2020年的16.6:32.1:51.3，第三产业仍居主导地位。2020年南阳市人均GDP为39,135元，为全国人均GDP的54.02%。

工业方面，2020年南阳市规模以上工业增加值同比增长4.3%，重点行业中非金属矿物制品、汽车制造业、烟草制品业、医药制造业、电气机械和器材制造业和通用设备制造业实现增长，化学原料和化学

制品制造业和纺织业同比有所下降。

从拉动经济的三大要素来看，2020年南阳市固定资产投资保持增长，为拉动经济发展的重要动力，其中住宅投资同比上涨0.2%，商品房销售额同比增长10.5%。受国内外疫情影响，2020年南阳市社会消费品零售总额和进出口总额分别下降3.8%和26.6%。

表2 南阳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）	3,925.86	2.2%	3,814.98	7.0%
第一产业增加值	652.46	2.4%	569.46	3.2%
第二产业增加值	1,260.81	2.0%	1,267.78	8.0%
第三产业增加值	2,012.58	2.3%	1,977.73	7.6%
规模以上工业增加值	-	4.3%	-	8.1%
固定资产投资	-	5.5%	-	10.4%
社会消费品零售总额	1,998.73	-3.8%	2,077.16	10.2%
进出口总额	128.60	-26.6%	25.46	-0.9%
存款余额	5,299.87	14.0%	4,648.29	13.4%
贷款余额	3,002.34	13.6%	2,643.84	12.8%
人均 GDP（元）		39,135		38,064
人均 GDP/全国人均 GDP		54.02%		53.69%

注：2019 年进出口总额为 25.46 亿美元。

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

2020年南阳市实现一般公共预算收入202.13亿元，同比增长3%；实现政府性基金收入416亿元，同比增长57.4%。

西峡县经济保持增长，但增速有所放缓

西峡县隶属于河南省南阳市，下辖1乡15镇3个办事处，总面积3,454平方公里，为河南省第二大县。根据南阳市第七次全国人口普查公报，2020年西峡县常住人口为45.04万人。2019年西峡县地区生产总值为251.2亿元，同比增长7.0%，经济增速持续放缓。其中，第一产业增加值32.9亿元，第二产业增加值101.7亿元，第三产业增加值116.5亿元，三次产业结构调整为13.1:40.5:46.4，第三产业比重有所提升。

西峡县工业基础较好，县城东部建有西峡县产业集聚区，规划面积24.17平方公里。西峡县依据资源优势和产业优势，选择以冶金材料、汽车配件两大产业作为西峡县产业集聚区的主导产业，同时发展香菇为主的食用菌、猕猴桃为主的林果加工绿色食品产业。2019年西峡县规模以上工业增加值为89.1亿元，同比增长9.4%，其中，高新技术产业增加值57.6亿元，占规模以上工业增加值的比重达到64.7%。

从拉动地区经济增长的要素来看，西峡县固定资产投资保持稳定增长，2019年固定资产投资增速为20.8%，其中，房地产开发投资同比增长0.9%。2019年西峡县社会消费品零售总额为106.5亿元，同比增



长8.5%，继续实现较快增速。西峡县是河南省对外开放重点县之一，2019年西峡县外贸进出口总额105.95亿元，其中，出口总额94亿元，同比增长6%；进口总额11.95亿元，同比下降24%。

表3 西峡县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	251.2	7.0%	265.2 ⁴	8.6%
第一产业增加值	32.9	3.8%	29.8	4.2%
第二产业增加值	101.7	8.7%	147.3	10.3%
第三产业增加值	116.5	6.1%	88.0	7.0%
规模以上工业增加值	89.1	9.4%	122.1	11.0%
全年固定资产投资	-	20.8%	-	11.2%
社会消费品零售总额	106.5	8.5%	98.2	9.5%
进出口总额	105.95	1.3%	15.88	31.6%
存款余额	234.7	9.6%	214.09	9.2%
贷款余额	140.4	12.5%	124.8	6.5%
人均 GDP（元）		58,320		61,732
人均 GDP/全国人均 GDP		82.27%		95.50%

资料来源：（1）规模以上工业增加值指西峡县全部国有及年产品销售收入 500 万元以上的非国有工业企业增加值；

（2）2018 年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：2018-2019 年西峡县国民经济和社会发展的统计公报，中证鹏元整理

根据西峡县2021年政府工作报告，2020年西峡县地区生产总值为258亿元，同比增长3.2%，固定资产投资同比增长11.6%，按常住人口计算的人均GDP为57,282元，为全国人均GDP的79.07%，经济发展水平相对一般。

2020年西峡县实现一般公共预算收入17.52亿元，同比增长6.1%，其中税收收入13.14亿元；实现政府性基金收入7.91亿元，同比增长2.5%；实现上级补助收入22.99亿元。

五、经营与竞争

作为西峡县最重要的平台公司，公司承担了西峡县大量的基础设施建设任务。目前收入来源主要包括贸易收入、物流收入以及工程代建收入等，2020年该三项收入合计占总收入的比重达98.01%，得益于贸易收入的增加，2020年公司营业收入继续保持增长。

毛利率方面，由于收入占比较大的贸易业务毛利率很低，2020年公司销售毛利率不高，但较上年有

⁴ 根据第四次全国经济普查结果，西峡县 2018 年地区生产总值初步核算数有所修订，修订后 2018 年西峡县地区生产总值为 231.5 亿元，其中，第一产业增加值 30.4 亿元，第二产业增加值 94.5 亿元，第三产业增加值 106.5 亿元，三次产业结构为 13.2:40.8:46.0。



回升，主要系贸易及物流业务毛利率改善所致。公司贸易业务毛利率增长主要系商品进销差价增加所致，物流业务毛利率回升主要系运营成本下降所致。公司工程代建业务和供水及安装业务毛利率变动幅度不大；其他业务盈利能力较强，但规模较小，对公司利润贡献有限。

表4 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
贸易业务	428,249.89	0.46%	377,135.53	0.26%
物流业务	56,857.21	11.49%	60,507.88	0.98%
工程代建项目业务	41,474.47	16.67%	47,423.76	18.17%
供水及安装业务	8,017.24	21.00%	4,483.58	21.48%
商品销售业务	262.08	43.09%	2,496.13	54.94%
旅游服务业	980.36	96.89%	0.00	-
其他业务	368.02	11.77%	179.38	53.62%
主营业务合计	536,209.27	3.40%	492,226.26	2.56%
其他业务合计	1,069.91	98.10%	1,100.87	97.35%
合计	537,279.18	3.59%	493,327.13	2.77%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建项目投资规模较大，工程代建收入持续性较好

公司是西峡县最重要的平台公司，受西峡县政府单位的委托，承担了基础设施工程代建业务，具体建设模式为：（1）公司与西峡县人民政府、西峡县市政有限公司（以下简称“市政公司”）签订《委托代建业务合作三方协议》（以下简称“三方协议”），西峡县财政局委托市政公司对公司下达基础设施建设任务，每年末经西峡县财政局、市政公司审核后，西峡县财政局委托市政公司按照完工进度向公司支付建设资金，实际项目收益加成比例在18%左右；（2）公司就具体项目与西峡县人民政府签订《代建协议》，根据代建协议，公司负责工程项目的组织实施和建设指挥，西峡县人民政府按工程进度向公司支付代建投资额以及20%的项目代建费用。

2020年公司确认工程代建收入4.15亿元，来自G345线西峡米坪至西坪段公路改建工程和栾西高速项目，毛利率同比变化不大。

表5 公司代建收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	确认成本
2020 年	G345 线西峡米坪至西坪段公路改建工程	24,179.33	20,149.44
	栾西高速项目	17,295.15	14,412.62
	合计	41,474.48	34,562.06
2019 年	G345 线西峡米坪至西坪段公路改建工程	17,424.53	14,520.45
	西峡县新城区污水管网工程建设	8,640.00	7,200.00
	栾西高速项目	21,359.22	17,087.38



小计	47,423.76	38,807.82
----	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目有本期债券募投项目、智慧停车项目以及东城一品周边棚户区项目，合计计划总投资30.40亿元，已投资20.85亿元，公司大部分在建代建项目已完工，但主要自建项目尚需投资8.38亿元，仍然面临较大的资金压力。考虑到部分代建项目已完工尚未结算，未来可为公司带来一定收入，公司工程代建业务的持续性较好。

表6 截至2020年末公司主要建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资	是否签订代建协议
G345线西峡米坪至西坪段陡岭隧道新建工程	11,342.76	11,342.76	是
G345线西峡米坪至西坪段白连山隧道新建工程	12,017.57	12,017.57	是
西峡县乡镇污水处理厂官网改扩建工程	18,000.00	12,600.00	是
栾西高速项目指挥部	90,000.00	90,000.00	是
西峡县老灌河支流环境综合整治工程项目	5,991.16	5,991.16	是
西峡县一馆两中心、文体中心	8,000.00	8,000.00	是
东城一品周边棚户区项目	14,749.02	8,530.98	是
智慧停车项目	55,440.00	13,835.80	否
西峡县惠民康复保健养老中心项目（募投项目）	88,500.00	46,258.38	否
合计	304,040.51	208,576.65	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司贸易收入有所增长，但盈利能力较弱且客户集中度很高

公司的贸易业务由子公司成飞物流负责，经营模式为成飞物流从上游供应商采购货物，销售给下游客户，赚取差价。公司主要采取以销定购的模式，根据下游客户对贸易产品的需求，在签订销售合同的同时与货物供应商签订同等品种、数量的贸易采购合同。近年公司贸易收入保持增长，2020年为42.82亿元，同比增长13.55%。

公司贸易业务的主要产品为燃料（主要为焦炭）、煤、合金和原辅材料等，2020年燃料和原辅材料的规模继续增加，分别实现收入24.31亿元和13.26亿元，但毛利率变动不大，仍处于较低水平，盈利能力很弱。

表7 公司贸易业务产品结构（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
燃料	243,119.87	0.53%	212,431.11	1.60%
原辅材料	132,596.97	0.45%	119,832.19	0.38%
合金	52,306.74	0.19%	44,746.08	0.17%
其他	226.31	0.02%	126.15	0.00%
合计	428,249.89	0.46%	377,135.53	0.26%



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司上游供应商主要包括浙江东南网架集团有限公司、徐州徐工智联物流服务有限公司以及山西阳光焦化集团股份有限公司等公司；下游客户方面，2019年以来公司与运通商贸的业务逐渐减少，目前客户以龙成集团及其子公司为主。根据购销合同，下游客户到公司货场提货，货物运输费用由客户承担，货款每月结算一次。由于焦炭、合金等商品的同质化程度较高，该类商品贸易行业进入门槛较低，市场竞争激烈，价格相对透明，价差较小。整体来看，公司贸易业务客户集中度很高，公司对单一客户的依赖性较强，不利于分散风险。

表8 公司主要贸易业务客户及供应商构成情况（单位：万元）

年份	前五大供应商	采购金额	前五大客户	销售金额
2020 年	浙江东南网架集团有限公司	106,902.95	河南龙成集团有限公司	323,579.67
	徐州徐工智联物流服务有限公司	56,495.31	南阳汉冶特钢有限公司	52,293.30
	山西阳光焦化集团股份有限公司	29,696.95	河北龙成煤综合利用有限公司	37,330.10
	陕西黄陵煤化工有限责任公司	19,630.90	西峡县冶金材料厂	3,710.95
	高平市全兴发展有限公司	11,236.64	西峡龙成铁料有限公司	3,200.01
	合计	223,962.75	合计	420,114.03
2019 年	浙江东南网架集团有限公司	42,808.66	河南龙成集团有限公司	282,747.96
	徐州徐工智联物流服务有限公司	23,346.13	西峡县运通商贸有限公司	79,178.29
	山西阳光焦化集团股份有限公司	41,736.10	河南龙燃实业有限公司	12,380.77
	中国平煤神马集团许昌首山化工科技有限公司	57,698.79	西峡龙成冶金材料有限公司	2,654.97
	陕西海燕新能源（集团）有限公司	22,895.73	陕西龙成煤清洁高效利用有限公司	173.54
	合计	377,135.53	合计	377,135.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流业务系成飞物流为龙成集团各子公司提供的物流服务，对单一客户依赖较强，物流服务涉及储存、运输、配送、咨询等全部业务，还包括订单管理、库存管理、供应商协调等在内的其他服务。具体收费标准依据不同的货物、不同的地点、不同的时间以及发货的紧急情况而定，基本与同行业收费标准持平。运输费以客户实际过磅重量（扣除损耗部分）计算，客户结算入账后一个月内，全额以电汇方式支付给公司。2020年公司物流业务收入为5.69亿元，同比下降6.03%；毛利率为11.49%，同比增长主要系运营成本下降所致。

公司供水及安装收入、商品销售收入、其他业务收入为公司营业收入形成一定补充

公司子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，负责提供供水服务和配套的安装服务，并收取供水收入和安装收入。2020年公司确认供水及安装收入8,017.24万元，同比继续增加，主要系公司供水服务范围增加所致；毛利率为21.00%，保持稳定。

公司的其他业务收入主要是维护费收入、旅游服务收入和租赁收入，其中维护费收入系公司受西峡县人民政府委托，对石门水库、大坝、溢洪道等周边区域进行日常维护管理，根据公司与西峡县财政局



签订的《水库日常维护协议》，由公司对石门水库进行日常维护，西峡县财政局向公司支付维护补贴1,000万元/年，协议有效期2020年1月1日至2025年12月31日，2020年公司实现水库维护费收入1,000万元。旅游服务收入为西峡旅游产生的门票收入，2020年为980.36万元，毛利率为96.89%。

公司获得的外部支持力度仍较大

2020年，公司新增资本公积3.01亿元，其中2.97亿元为股东西峡县财务开发公司的增资款，0.04亿元为合并西峡旅游增加的。同时，公司继续获得西峡县政府财政补贴1.32亿元，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中勤万信会计师事务所（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年公司新增5家子公司，见表1，截至2020年末，纳入公司合并范围的一级子公司共10家，见附录四。

资产结构与质量

由于合并成飞置业公司，公司资产规模保持增长，但资产中往来款和预付款项占比较大，对资金形成较大占用，且存在部分公益性较强资产以及受限资产，资产流动性较弱

公司的资产规模保持增长，2020年末公司总资产为126.67亿元，同比增长28.14%，其中流动资产占比80.43%。

截至2020年末，公司货币资金为4.51亿元，其中包含1.00亿元的银行大额存单，使用受限。公司应收账款主要为代建工程款，2020年末账面价值为3.19亿元，同比增加较多，主要系对西峡县财政局的收款增加所致，当年末为2.79亿元。截至2020年末，公司预付款项为24.79亿元，在总资产中占比19.57%；同比增加较多，主要系新增对西峡县财政局的预付土地出让金以及对市政公司的预付工程款，2020年末对上述单位预付款项余额分别为7.77亿元、4.92亿元，规模较大。公司其他应收款主要为往来款和保证金构成，2020年末账面价值为8.50亿元，同比下降19.01%，主要系收回对河南峻源实业有限公司的往来款所致；前五大应收对象合计应收余额为7.04亿元，占比78.85%，包括对南阳职业学院的往来款3.40亿元、西峡县公共资源交易中心的保证金1.90亿元。存货为公司最主要的资产，2020年末账面价值为60.41亿元，同比增长21.72%，主要系代建项目的持续投入以及合并成飞置业⁵所致，在总资产中占比达

⁵成飞置业主要资产为观澜首府和澜湾公馆项目，2020年末该项目在存货中的账面价值为11.50亿元。根据公司提供的资料，截至2020年末，成飞置业总资产为14.10亿元，净资产为2.07亿元。

47.69%；其中土地使用权为32.69亿元，主要为商服用地和城镇住宅用地；代建项目施工成本26.58亿元。

截至2020年末，公司可供出售金融资产为1.26亿元，同比变化不大，其中对河南省西峡农村商业银行股份有限公司的账面投资额为1.20亿元。公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备，2020年末为4.91亿元，同比增长25.05%，主要系合并范围增加所致。随着自营项目的持续投资，2020年末公司在建工程增至5.40亿元。无形资产主要由土地使用权构成，2020年末土地资产账面价值为8.09亿元，其中石门水库的账面价值为7.51亿元，由于该资产为划拨用地，未摊销。其他非流动资产系公司购买的白羽公园资产、以及已付款但尚未办理手续的永和纸业土地和其他房产等资产，2020年末为3.76亿元，其中白羽公园为公益性资产，账面价值为1.90亿元。

表9 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	4.51	3.56%	3.66	3.70%
应收账款	3.19	2.52%	1.42	1.44%
预付款项	24.79	19.57%	10.93	11.06%
其他应收款	8.50	6.71%	10.49	10.61%
存货	60.41	47.69%	49.63	50.21%
流动资产合计	101.87	80.43%	76.21	77.09%
可供出售金融资产	1.26	0.99%	1.30	1.32%
固定资产	4.91	3.87%	3.92	3.97%
在建工程	5.40	4.26%	4.83	4.89%
无形资产	8.09	6.38%	7.91	8.01%
其他非流动资产	3.76	2.97%	3.76	3.81%
非流动资产合计	24.79	19.57%	22.65	22.91%
资产总计	126.67	100.00%	98.85	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要以土地资产、在建的工程项目、往来款和预付款项为主，其中往来款和预付款项对公司资金形成较大占用，且存在10.27亿元的受限资产，资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

公司经营活动收现比下降，利润主要来自政府补贴

公司营业外收入仍主要来自贸易、物流、工程代建以及供水及安装业务等，其中贸易收入占比最大，但该业务价差较小，毛利率较低；2020年公司毛利润主要由工程代建和物流业务贡献。考虑到目前公司代建项目投资规模较大，未来工程代建业务收入来源较有保障。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为3.59%，同比上升主要系贸易及物流业务毛利率改善所致，但该两项业务收入主要来自龙成集团及其关联公司，客户集中度风险很高，整体来看，公司盈利能力仍很弱。2020年公司收现比降至0.78。



2020年公司总债务增加，使得财务费用支出增加，利润总额降至1.07亿元。作为西峡县最重要的平台公司，2020年公司获得的政府补助收入1.32亿元，占利润总额的比重为123.13%，利润仍主要来自政府补贴。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	53.73	49.33
收现比	0.78	1.02
营业利润	1.03	1.50
其他收益	1.32	1.24
利润总额	1.07	1.51
销售毛利率	3.59%	2.77%

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

公司总债务持续增长，债务结构有所改善

截至2020年末，公司所有者权益为71.21亿元，同比增长7.05%，以实收资本和资本公积为主。由于新增较多往来应付款以及发行债券，2020年末公司总负债增至55.46亿元，产权比率增至77.89%，权益对负债的保障程度下降。

图 1 公司资本结构

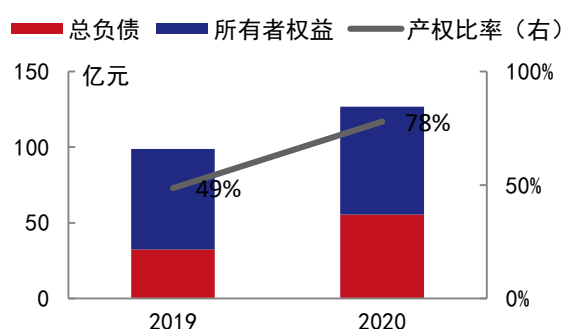
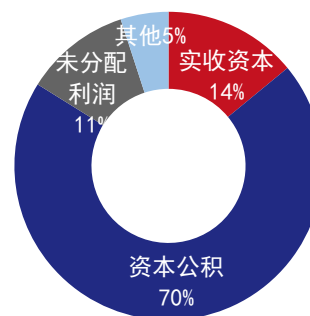


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



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 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，2020年末流动负债在总负债中占比67.36%。截至2020年末，公司短期借款为2.94亿元，均为保证借款。随着贸易业务规模的扩大，公司应付账款随之增加，2020年末为7.53亿元，账龄以1年以内为主；前五大应付对象中，存在暂估入账4.80亿元，系成飞物流采购的商品，尚未收到发票；此外，应付龙成集团的工程款1.23亿元，系成飞置业产生的。截至2020年末，公司其他应付款为19.42亿元，其中应付西峡县财务开发公司往来款9.16亿元、应付西峡县自然资源局往来款2.37亿元，较为集中。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债为1.98亿元，其中包括申万宏源证券有限公司

1.41亿元的应收债权质押借款。

截至2020年末，公司长期借款规模为3.78亿元，包括信用借款1.25亿元、抵押借款0.79亿元以及保证借款0.76亿元等。2020年公司发行了“20西峡01”，发行规模为5.00亿元，票面利率7.40%，当年末公司应付债券增至12.33亿元。公司长期应付款主要为融资租赁款，2020年为1.95亿元，融资对象主要包括河南豫资芯鑫融资租赁有限责任公司、中国康富国际租赁股份有限公司以及君创国际融资租赁有限公司等。

表11 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	2.94	5.30%	2.02	6.26%
应付账款	7.53	13.58%	5.60	17.33%
预收款项	3.34	6.01%	0.12	0.36%
其他应付款	19.42	35.02%	5.95	18.40%
一年内到期的非流动负债	1.98	3.57%	2.83	8.74%
流动负债合计	37.36	67.36%	21.03	65.02%
长期借款	3.78	6.81%	2.62	8.09%
应付债券	12.33	22.22%	7.41	22.92%
长期应付款	1.95	3.52%	1.28	3.97%
非流动负债合计	18.10	32.64%	11.31	34.98%
负债合计	55.46	100.00%	32.34	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司总债务继续增加，2020年末为22.74亿元，在总负债中占比41.01%，同比增长23.40%；以长期债务为主，债务结构有所改善。

图 3 公司债务占负债比重

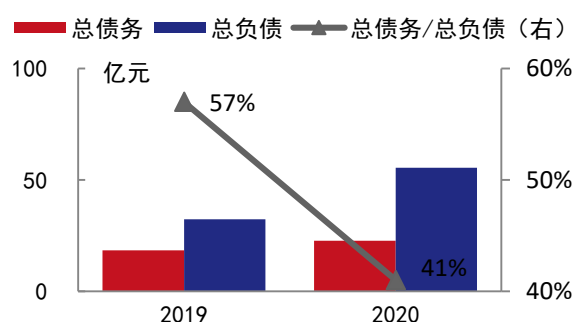
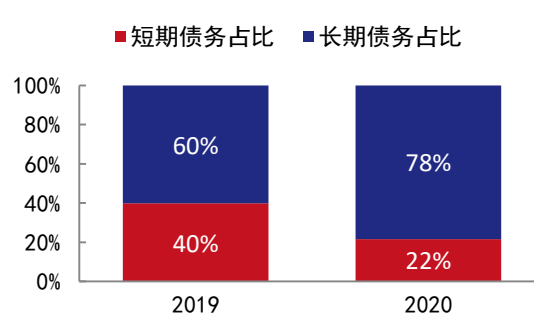


图 4 公司长短期债务结构



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

从偿债指标来看，由于新增较多往来应付款以及发行债券，2020年末公司资产负债率上升11.07个百分点至43.78%。随着债务结构的调整，2020年公司现金短期债务比增至0.92，但总债务增加导致EBITDA利息保障倍数下降，2020年为1.30。



表12 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	43.78%	32.71%
现金短期债务比	0.92	0.50
EBITDA 利息保障倍数	1.30	2.00

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，公司本部、控股股东南阳交投⁶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，公司对外担保金额合计10.36亿元，占期末所有者权益的比重为14.54%，担保对象主要为西峡县及南阳市国有企业和事业单位，但由于均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表13 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	担保到期日	是否有反担保
西峡县人民医院	5,000.00	2022/9/25	否
河南省宜居龙乡实业有限公司	44,800.00	2031/8/29	否
南阳交通建设投资有限公司	5,600.00	2021/12/1	否
南阳交通建设投资有限公司、南阳内邓高速公路有限公司	30,000.00	2024/6/17	否
南阳职业学院	11,250.00	2021/9/27	否
南阳职业学院	3,400.00	2022/12/18	否
西峡县人民医院	3,500.00	2022/12/17	否
合计	103,550.00	-	-

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

兴农担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

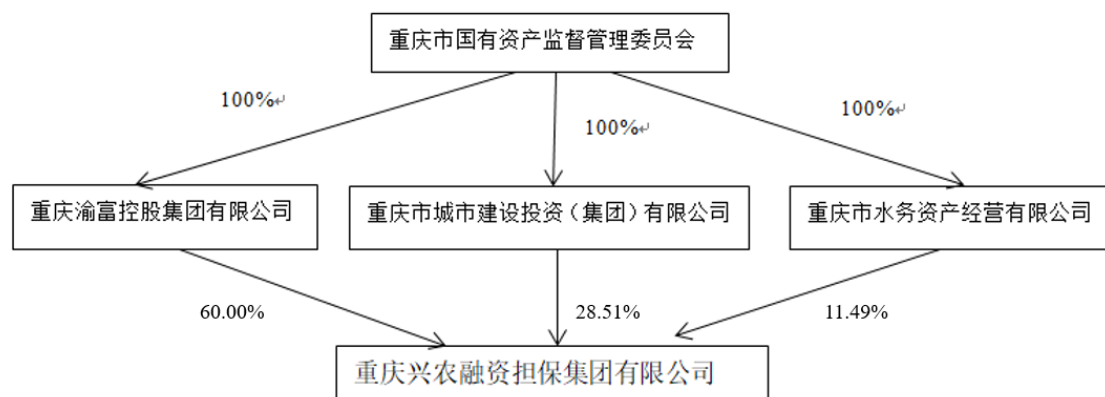
本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及对

⁶ 公司本部企业信用报告查询日为 2021 年 5 月 14 日，南阳交投企业信用报告查询日为 2021 年 4 月 14 日。

应利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

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，兴农担保股权结构如下图所示。

图 5 截至 2020 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2020 年审计报告及公开资料，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14 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	毛利率	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15 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。

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	4.51	3.66	1.78
预付款项	24.79	10.93	8.41
存货	60.41	49.63	50.46
流动资产合计	101.87	76.21	72.33
非流动资产合计	24.79	22.65	18.11
资产总计	126.67	98.85	90.44
短期借款	2.94	2.02	2.40
应付账款	7.53	5.60	0.00
其他应付款	19.42	5.95	8.14
一年内到期的非流动负债	1.98	2.83	0.00
流动负债合计	37.36	21.03	16.82
长期借款	3.78	2.62	6.47
应付债券	12.33	7.41	0.00
长期应付款	1.95	1.05	0.00
非流动负债合计	18.10	11.31	8.41
负债合计	55.46	32.34	25.23
总债务	22.74	18.43	10.37
所有者权益	71.21	66.52	65.21
营业收入	53.73	49.33	38.45
营业利润	1.03	1.50	1.97
其他收益	1.32	1.24	1.27
利润总额	1.07	1.51	1.97
经营活动产生的现金流量净额	3.62	-1.05	-13.78
投资活动产生的现金流量净额	-8.90	-0.82	-5.32
筹资活动产生的现金流量净额	7.63	1.25	18.35
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	3.59%	2.77%	4.54%
收现比	0.78	1.02	0.99
资产负债率	43.78%	32.71%	27.90%
现金短期债务比	0.92	0.50	0.79
EBITDA（亿元）	2.74	2.66	3.04
EBITDA 利息保障倍数	1.30	2.00	3.02

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
西峡县自来水公司	3,016	100.00%	自来水供应、水管安装等
西峡县石门水库开发有限公司	30,000	100.00%	防洪灌溉、水资源开发等
西峡县康乐文化旅游发展有限公司	500	100.00%	旅游资源开发等
西峡县财和科教产业发展有限公司	30,000	51.00%	职业学院基础设施建设等
河南成飞物流有限公司	19,600	51.02%	道路普通货物运输等
南阳财和文化传媒有限公司	3,000	100.00%	广告设计、制作等
西峡县财和城乡建设开发有限公司	5,500	100.00%	城乡基础设施建设等
西峡县惠民养老服务有限公司	2,000	100.00%	老年人、残疾人服务
西峡恐龙遗迹园旅游有限公司	21,000	51.19%	旅游娱乐项目等
河南龙成成飞置业有限公司	24,500	60.98%	房地产开发与销售

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。