



2017年资兴市城市建设投资有限责任公司公司债券（第一期）、（第二期）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
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：



2017年资兴市城市建设投资有限责任公司公司债券（第一期）、 （第二期）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
PR 资城 01 等级:	AA+	AA+
PR 资城 02 等级:	AA+	AA+
评级日期	2021-06-29	2020-08-24

债券概况

债券简称:

第一期: PR 资城 01/17 资兴城投 01

第二期: PR 资城 02/17 资兴城投 02

债券剩余规模:

第一期: 4.8 亿元

第二期: 4.0 亿元

债券到期日期:

第一期: 2024-05-03

第二期: 2024-09-26

偿还方式: 两期债券均为每年付息一次, 在债券存续期的第 3-7 个计息年度末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:

第一期: 瀚华融资担保股份有限公司

第二期: 重庆进出口融资担保有限公司

联系方式

项目负责人: 蒋申

jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员: 张涛

zhangt@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

中证鹏元对资兴市城市建设投资有限责任公司（以下简称“资兴城投”或“公司”）及其 2017 年 5 月 3 日发行的 PR 资城 01 和 2017 年 9 月 26 日发行的 PR 资城 02（以下合并简称“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 AA+，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：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司业务持续性较好，并持续得到外部较大力度支持，同时，瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）和重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保仍能分别有效提升 PR 资城 01 和 PR 资城 02 的安全性；但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，存在较大的资金支出压力和债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

公司是资兴市主要的基础设施投融资和建设主体，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 年	2019 年	2018 年
总资产	114.99	113.07	97.11
所有者权益	70.18	67.65	58.97
总债务	40.70	41.48	34.60
资产负债率	38.97%	40.17%	39.28%
现金短期债务比	0.92	1.75	2.78
营业收入	7.28	7.30	7.43
其他收益	1.40	1.19	1.10
利润总额	1.03	1.01	1.02
销售毛利率	15.32%	17.57%	17.35%
EBITDA	2.26	2.33	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.06	1.29
经营活动现金流净额	-2.52	-3.83	-6.37
收现比	0.60	0.74	0.75

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**资兴市旅游资源丰富，是湖南省文化旅游产业重点县。2020 年资兴市实现地区生产总值为 326.83 亿元，地区经济实力继续增强。
- **公司业务持续性仍较好。**公司主要在建项目较多，且旅游、自来水业务收入具有较好可持续性，公司未来收入持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**作为资兴市主要的基础设施投融资和建设主体，2020 年公司获得股东注资 15,000.00 万元和地方政府的较大金额财政补贴。
- **瀚华担保和重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升 PR 资城 01 和 PR 资城 02 的安全性。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保和重庆进出口担保主体长期信用等级均为 AA+，二者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两期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司应收款项规模较大，应收对象主要为当地政府和企事业单位，回收时间受政府资金安排影响而具有不确定性；固定资产、存货和其他非流动资产占比较高且部分资产使用受限。
- **公司仍存在较大的资金支出压力。**截至 2020 年末公司主要在建项目尚需投资金额较大，且经营活动现金流持续净流出。
- **公司仍存在较大的债务压力。**2020 年公司总债务和总负债的金额小幅下降，但规模仍较大，仍存在较大的债务压力。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额较大，担保对象大部分为当地国企，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2017年5月3日公开发行7年期8亿元“PR资城01”，于2017年9月26日公开发行7年期5亿元“PR资城02”。两期债券募集资金合计13亿元，其中7.8亿元募集资金原计划用于资兴市城市供水设施改扩建工程项目项目，5.2亿元募集资金原计划用于补充营运资金。截至2021年4月29日，PR资城01募集资金专项账户余额为79.45万元；截至2021年4月30日，PR资城02集资金专项账户余额为23.31万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2020年1月，公司通过章程修正案，由股东资兴市投融资服务中心以货币增资15,000.00万元，注册资本由18,000.00万元变更为33,000.00万元。截至2021年4月末，公司注册资本、实收资本均为33,000.00万元，资兴市投融资中心持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人，公司股权结构图见附录二。因公司持有的资兴市城市建设市政工程有限公司（以下简称“资兴市政公司”）100.00%股权划拨至资兴市投融资服务中心，2020年合并范围减少1家子公司，受此影响，公司当期减少施工总承包业务。

2021年6月公司发布《资兴市城市建设投资有限责任公司董事、高级管理人员涉嫌违法违规被调查、采取强制措施及董事、监事、高级管理人员发生变更的公告》，2020年11月，公司原董事、副总经理吴小琴涉嫌严重违纪违法接收调查，经资兴市市委同意，决定给予吴小琴开除党籍、开除公职处分；根据资兴市人民政府文件，任命刘和涛为公司董事、副总经理，免去吴小琴董事、副总经理职务；根据公司董事会决议，免去李棵、何鏊公司监事职务，任命罗媛、熊海霞为公司监事。

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年资兴市经济实力有所提升，固定资产投资保持较高增速

资兴市位于湖南省东南部，位于湘、粤、赣三省交汇处，由郴州市代管。资兴市交通便利，是湖南对接粤港澳的“南大门”，并且资兴市旅游资源丰富，是湖南省文化旅游产业重点县，其中东江湖风景区，是国家首批生态旅游示范区，国家5A级旅游景区。2020年资兴市实现地区生产总值326.83亿元，按可比价格计算，比上年增长3.7%，高于全国平均增速。按2019年常住人口计算，2020年资兴市人均GDP为92,482元，与全国人均GDP的比值为127.65%，经济发展水平相对较好，但经济总量仍较小。三次产业的结构比例由2019年的9.0:53.5:37.5调整到2020年的10.7:53.3:36.0，仍以第二产业和第三产业为主。

2020年资兴市工业增加值150.67亿元，比上年增长3.6%，占全市生产总值的比重为46.1%，对全市经济增长的贡献率为46.2%。规模工业按行业门类划分，采矿业增加值下降6.8%，制造业增长6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降17.2%。全市园区规模工业增加值增长4.9%，占全市规模工业增加值的比重为75.5%。战略性新兴产业增加值增长4.2%，六大高耗能工业增加值增长1.7%。

从拉动经济增长的要素来看，投资方面，2020年资兴市固定资产投资同比增长7.8%，保持较高增速，而且房地产开发投资18.67亿元，比上年增长155.1%，商品房销售面积增长23.6%，商品房销售额增长18.8%，房地产市场较为火爆。消费方面，2020年资兴市社会消费品零售总额56.33亿元，比上年下降2.0%，因疫情原因，消费受到较大的影响。进出口方面，2020年资兴市进出口总额9.62亿元，同比增长30.5%，进出口仍保持较快增速，但体量较小。

表1 2019-2020年资兴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）	326.83	3.7%	319.41	8.0%

第一产业增加值	34.96	4.7%	28.60	3.7%
第二产业增加值	174.28	4.0%	170.90	7.7%
第三产业增加值	117.58	3.0%	119.91	9.5%
规模以上工业增加值	150.67	3.6%	149.54	8.0%
固定资产投资	-	7.8%	-	11.6%
社会消费品零售总额	56.33	-2.0%	91.37	10.7%
进出口总额	9.62	30.5%	7.19	33.7%
存款余额	235.20	-	217.99	-
贷款余额	131.22	-	116.62	-
人均 GDP（元）		92,482		90,613
人均 GDP/全国人均 GDP		127.65%		127.82%

注：1) 2020 年人均 GDP 以 2019 年常住人口计算，2019 年进出口总额公报披露金额为 1.06 亿美元，表中金额根据中国外汇交易中心公布 2019 年 12 月 31 日银行间外汇市场汇率中间价计算；2) 表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年资兴市国民经济和社会发展统计公报及定远县人民政府网站数据，中证鹏元整理

根据《关于资兴市2020年预算执行情况和2021年预算（草案）的报告》，2020年1-12月，资兴市地方财政收入预计完成17.04亿元，同比增长2%；预计全市政府性基金预算收入完成18.48亿元；实现上级补助收入18.67亿元。

五、经营与竞争

公司主要从事资兴市市政基础设施建设、土地开发整理等业务。从收入结构来看，2020年市政基础设施建设工程收入占比83.31%，仍是公司主要收入构成；受土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理收入占比降至4.33%；自来水业务和旅游业务仍对公司收入形成有益补充，但2020年受疫情公司旅游业务收入下降较快。毛利率方面，因旅游业务、自来水业务毛利率下降影响，2020年公司综合毛利率小幅下降至15.32%。

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
市政基础设施建设工程收入	60,668.41	16.67%	39,987.95	16.87%
土地开发整理收入	3,154.43	16.67%	20,057.82	16.67%
旅游门票及周边收入	4,609.19	-9.01%	8,185.81	15.81%
自来水费及管道安装收入	4,040.16	19.94%	4,487.61	29.38%
其他业务	353.31	36.75%	267.32	45.14%
合计	72,825.50	15.32%	72,986.51	17.57%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建代建项目较多，未来收入来源有较好保障，但仍面临较大的资金支出压力；土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，未来收入仍存在一定波动性

公司承建市政基础设施建设项目为代建模式，因资兴市政公司股权划拨，公司2020年无施工总承包业务。代建业务方面，根据资兴市政府出具的《关于资兴市城市建设投资有限责任公司承接市政工程及土地开发整理项目有关事宜的决定》，根据公司承接的代建市政项目年度实际完成金额，在项目建设期内由政府投资评审中心确认年度投资额，公司按照年度投资额结转相关成本，以成本加成20%（加成部分为管理费和资金占用费）确认当期收入。

2020年公司确认的市政基础设施建设工程收入为 60,668.41万元，同比大幅增长51.72%，主要系结算项目增多和公司积极推进在建项目进度所致。其中主要确认基础设施代建收入的项目为兴宁-芋头坪公路扩改等道路建设工程等，具体情况如下表所示。因公司按照年度投资成本加成20%确认当期收入，2020年市政基础设施建设工程毛利率较为稳定。

表3 2020年市政基础设施建设工程确认收入的项目（单位：万元）

项目	结算成本	工程收入
兴宁-芋头坪公路扩改等道路建设工程	8,531.31	10,237.58
唐鲤大道、狮子山路建设工程	7,264.86	8,717.83
市公安局实施项目	6,844.15	8,212.97
农村公路建设项目	4,759.36	5,711.24
通村公路建设指挥部农村公路建设	3,397.17	4,076.61
政务服务中心建设主体工程及装修工程项目	3,279.11	3,934.94
运动场馆及教育设施提质扩容改造	2,662.72	3,195.27
资兴市农村综合服务平台	2,322.57	2,787.08
安保工程、文明示范路工程、危桥改造工程	1,952.85	2,343.42
大兴西路提质改造、东江河两岸污水管网联网联通工程	1,828.95	2,194.74
东江湖移民博物馆室内布展、市体育馆装修改造	1,155.17	1,386.21
各类学校提质改造工程	1,124.83	1,349.79
零星工程	5,433.95	6,520.74
合计	50,557.01	60,668.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司承建土地开发整理业务模式与基建业务一致，均为代建模式，收入按照20%的成本加成进行确认，毛利率较为稳定。2020年公司结算的土地开发整理项目为资兴市东江木材厂棚户区改造项目和资兴城区土地储备，当期实现收入3,154.43万元。受当地土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理业务收入下降较快，未来仍存在一定波动性。

表4 2020年土地开发整理确认收入的项目（单位：万元）

项目	结算成本	工程收入
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	1,325.12	1,590.14
唐鲤大道、狮子山路建设工程	1,303.57	1,564.29
合计	2,628.69	3,154.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目较多，计划总投资共38.80亿元，累计已投资19.24亿元，随着项目逐渐完工结算，未来短期内收入来源有较好保障。但剔除已投资超过预计总投资的项目后主要在建代建项目尚需投资21.03亿元，公司存在较大的资金压力。

PR资城01与PR资城02募投项目为资兴市城市供水设施改扩建工程项目，公司与资兴市政府签订了关于募投项目的委托代建协议，投资回报为工程总投资的20%；另外募投项目建成后亦可带来财政转付的供水净收益，累计已确认代建收入1,523.87万元。截至2020年末募投项目引水工程、东江水厂提质改造和东江湾北岸木根桥水厂已完工，剩余部分仍在建设中，除代建收入外暂未产生收益，未来募投项目收益是否能达预期仍存在一定不确定性。此外，公司东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程项目为21资城01债募投项目，建设进度符合预期，其总建设期两年，建设完成后预计将产生收入主要来自机架出租收入、代理宽带销售差价收入、业务支撑用房出租收入、停车位停车收入等。

表5 截至2020年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程项目	140,645.42	5,275.74
资兴市城市供水设施改扩建项目	134,141.00	88,407.36
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	30,114.00	12,461.22
资兴市农村综合服务平台	9,500.00	13,006.86
资兴市中小学改扩建	20,000.00	20,788.86
东环路	19,000.00	26,859.61
矿工南路凤凰路提质改造	3,000.00	5,524.87
东江湾大桥	14,849.00	12,430.84
青鲁湖公园	4,800.00	3,509.78
资兴大道	12,000.00	4,129.15
合计	388,049.42	192,394.29

注：累计已投资金额包括已结转收入金额；部分项目实际施工与规划存在差异，累计已投资超过预计投资规模。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司旅游及自来水业务收入具有较好可持续性，对收入形成有益补充

公司旅游业务主要由子公司湖南东江湖旅游发展有限公司和资兴市文化旅游投资发展有限公司负责。目前公司主要经营景区为国家AAAAA级东江湖风景旅游区。旅游门票及周边业务收入主要由景区大门门票、景区观光车车费、漂流、游湖船票等构成。2020年因疫情影响，接待旅游人数有所减少，旅游门

票及周边收入因此下滑43.69%，当期公司合计实现旅游门票及周边收入4,609.19万元；毛利率方面，受上述影响，2020年旅游业务毛利率为-9.01%，较上年大幅下降。

公司自来水业务主要由子公司自来水有限公司负责。其主要负责资兴市唐洞新区、鲤鱼江、东江、工业园区、三都镇及兴宁镇供水任务，截至2020年末自来水公司名下水厂仍为木银桥、东江、兴宁三个水厂。2020年公司实现自来水费及管道安装收入4,040.16万元，较上年小幅下降9.97%，主要系管道安装收入有所下降；毛利率方面，2020年自来水业务毛利率下降9.44个百分点至19.94%，主要系自来水费毛利率较低，收入占比提升所致。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为资兴市主要的基础设施投融资和建设主体，2020年公司地方政府在增强公司资本实力和财政补贴等方面给予公司较大支持。2020年，公司股东资兴市投融资服务中心以货币形式向公司增资15,000.00万元，公司注册资本提升至33,000.00万元；政府补助方面，根据资财投函[2020]25号文件，资兴市政府为加大对当地基础设施的投入，促进当地经济建设发展，将部分土地出让金、城镇维护建设费结余、收取的基础设施配套费等收入纳入区域维护建设资金统筹范围，给予公司及子公司运营补贴共计13,959.74万元，进一步提升了公司的盈利水平。

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审华会会计师事务所（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。合并报表范围减少资兴市政公司一家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但整体流动性较弱

2020年末公司资产总额小幅增至114.99亿元，同比增长1.69%。从资产构成来看，公司资产主要由应收款项（应收账款、其他应收款）和存货构成，其合计占比达63.45%。

2020年末货币资金为5.41亿元，同比大幅下降47.79%，主要系公司工程投入增加和偿还部分债务所致；期末0.20亿元承兑汇票保证金和10.18万元旅行社质量保证金使用权受限。2020年末应收账款账面同比增长25.18%，主要系应收资兴市财政局代建工程款增加所致；期末应收资兴市财政局工程及土地整理款余额占比达99.70%，该部分均未计提坏账准备，款项回收时间存在不确定性。2020年末其他应收款账面价值同比大幅增加67.76%，主要系资金往来款增长所致；期末资金往来款账面余额占比达97.50%，前五大其他应收款欠款方余额占比85.15%，欠款方主要有资兴市财政局、资兴市畅兴交通建设发展有限责任公司、资兴市城市建设市政工程有限公司、资兴市城市发展投资有限公司等，均为政府部门和国有

企业，上述款项回收时间存在不确定性。2020年末存货账面同比小幅下降1.31%，主要系代建项目及土地整理成本结转所致；存货中土地资产账面价值38.38亿元，较上年末新增一宗0.83亿元土地（其面积3.8万平方米，性质为出让，用途为商服用地\城镇住宅用地），总的来看，土地资产中出让性质综合用地、商服用地\城镇住宅用地账面价值37.31亿元，划拨性质工业、商服和混合住宅等用地账面价值1.06亿元，期末已抵押土地账面价值20.97亿元，占总资产比重为18.23%。

表6 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	5.41	4.71%	10.37	9.17%
应收账款	14.64	12.73%	11.69	10.34%
其他应收款	11.21	9.75%	6.68	5.91%
存货	47.11	40.97%	47.73	42.22%
流动资产合计	78.66	68.41%	77.15	68.23%
固定资产	10.62	9.23%	10.55	9.33%
其他非流动资产	16.54	14.38%	16.54	14.63%
非流动资产合计	36.33	31.59%	35.92	31.77%
资产总计	114.99	100.00%	113.07	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末固定资产同比小幅增长0.67%，主要系新增购置房屋及建筑物所致；期末抵押受限固定资产账面价值4.84亿元。2020年末其他非流动资产主要为公司预付的对资兴市国有资产经营管理中心的土地、房产及工程项目等资产收购款，占公司总资产的14.38%，由于涉及国有企事业单位较多，尚未完成产权过户手续，何时完成转让存在一定的不确定性。

整体来看，公司资产规模较为稳定，公司应收款项合计占总资产比重为22.48%，对公司营业资金形成较大占用；固定资产、存货和其他非流动资产合计占总资产比重为64.59%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计26.01亿元，占总资产比重为22.62%，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司未来收入来源有较好可持续性，政府补助对利润水平贡献度较高

2020年，公司实现营业收入7.28亿元，同比减少0.22%，主要系旅游业务收入减少所致。公司基础设施业务与土地开发整理业务在建项目较多，旅游、自来水业务收入持续性较好，公司未来收入来源有一定可持续性，但近年公司收现比均较低，2020年收现比下降至0.60，受政府结算安排影响较大。综合毛利率方面，公司基础设施业务与土地开发整理业务毛利率较为稳定，因旅游业务和自来水业务毛利率下降影响，2020年公司综合毛利率小幅下降至15.32%。

2020年，公司合计获得政府补贴13,959.74万元，为当年利润总额的135.70%，政府补助对公司利润

水平贡献度较高。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	7.28	7.30
收现比	0.60	0.74
营业利润	1.00	0.97
其他收益	1.40	1.19
利润总额	1.03	1.01
销售毛利率	15.32%	17.57%

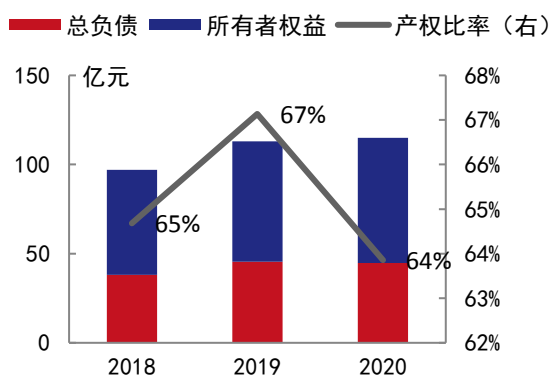
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模小幅下降，仍存在较大债务压力

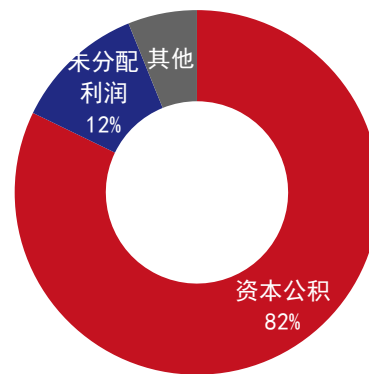
受当期应付债券偿还部分本金影响，2020年末公司总负债44.81亿元，同比下降1.34%。因公司经营所得及股东注入资金影响，2020年末所有者权益增至70.18亿元，同比增长3.73%。受上述因素影响，2020年末公司产权比率降至64%，所有者权益对负债的偿付保障能力小幅提升。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年 12 月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

2020年末其他应付款同比增加9.43%，期末资金往来款及代收代付款占比分别为72.06%、25.27%，主要系应付郴州市慈善总会、资兴市泰鑫创业投资有限公司和资兴市财政局等款项。2020年末一年内到期的非流动负债为主要系一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券（PR资城01、PR资城02）。

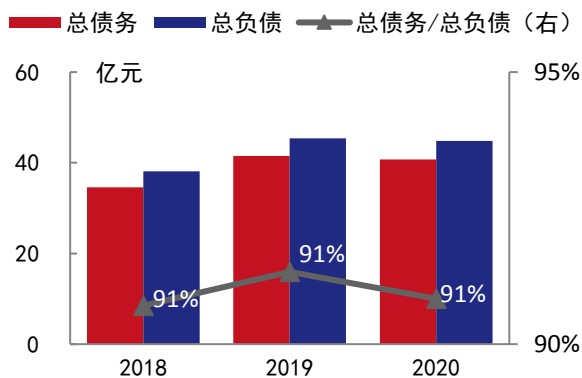
2020年末长期借款同比增加9.06%，主要系抵质押和保证借款。2020年末应付债券余额下降系偿还PR资城01、PR资城02本金，但随着2021年4月公司新发行9.0亿元债券21资城01，应付债券规模将大幅增长。2020年末长期应付款为2.59亿元，系应付湖南省扶贫开发投资有限公司、中国农发重点建设基金有限公司的借款和远东国际租赁有限公司的融资租赁款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

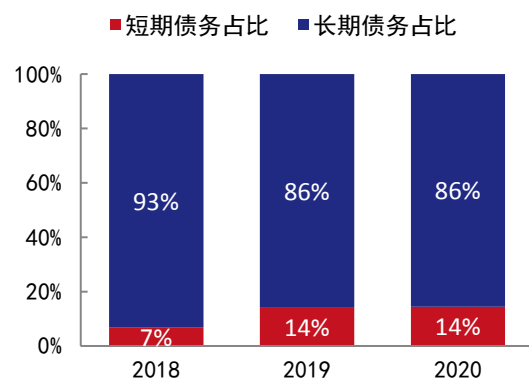
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.15	0.33%	0.01	0.01%
应付票据	0.30	0.67%	0.45	0.99%
其他应付款	3.02	6.75%	2.76	6.08%
一年内到期的非流动负债	5.44	12.13%	5.46	12.03%
流动负债合计	9.99	22.30%	9.86	21.70%
长期借款	24.66	55.04%	22.61	49.79%
应付债券	7.57	16.89%	10.08	22.19%
长期应付款	2.59	5.77%	2.87	6.31%
非流动负债合计	34.82	77.70%	35.56	78.30%
负债合计	44.81	100.00%	45.42	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。2020年末有息债务总额达到40.70亿元，同比下降1.87%，占总负债的比重为91%，公司偿债压力仍较大。从债务结构来看，公司以长期债务为主。

图3 2018-2020 年末公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 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 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，受偿还债务影响，2020年末公司资产负债率降至38.97%，但随着2021年4月21资城01的发行，资产负债率将进一步上升。受货币资金减少影响，2020年末公司现金短期债务比降至0.92，公司短期偿债压力有所加大。2020年公司EBITDA为2.26亿元，与2019年变化不大，但因财务费用增长，其对利息的保障倍数降至0.96，EBITDA对有息债务本息的保障程度仍较弱。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	38.97%	40.17%
现金短期债务比	0.92	1.75
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.06

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11日），公司本部与子公司资兴市农泉投资有限责任公司（以下简称“农泉投资”）、开元（资兴）投资有限公司（以下简称“开元投资”）均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；公司本部与子公司农泉投资、子公司开元投资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，公司对外担保余额合计123,849.00万元，占期末所有者权益的比重为17.65%，被担保方大部分为当地国企，担保金额较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
资兴市成诚投资有限公司	11,900.00	2034-12-24	否
资兴市成诚投资有限公司	10,000.00	2034-12-24	否
资兴市成诚投资有限公司	5,000.00	2034-12-24	否
资兴市成诚投资有限公司	100.00	2034-12-24	否
资兴市成诚投资有限公司	7,000.00	2022-11-5	否
资兴市成诚投资有限公司	30,000.00	2030-3-26	否
资兴市成诚投资有限公司	16,000.00	2030-3-26	否
资兴市畅兴交通建设发展有限责任公司	7,999.00	2023-2-4	否
资兴兴泰建设有限责任公司	13,084.00	2026-12-10	否
资兴兴泰建设有限责任公司	7,916.00	2026-12-10	否
湖南省棚户区改造投资有限公司	14,850.00	2035-11-3	否
合计	123,849.00	-	-

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

瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升“PR资城01”的安全性

“PR资城01”由瀚华担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括“PR资城01”的本金及利息，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，担保期间为“PR资城01”存续期及债券到期之日起二年。

瀚华担保原名瀚华担保股份有限公司，系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。2018年瀚华担保经重庆市工商行政管理局批准更名为现名。瀚华担保经多次股权变更，截至2020年末，注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司，无实际控制人，股权结构如下表所示。

表11 截至2020年末瀚华担保股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供

瀚华担保主要从事融资担保、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。瀚华担保2020年实现营业收入7.04亿元，同比有所下降；从结构上来看，主要由担保业务、利息收入以及手续费及佣金收入等构成，其中已赚担保费占比为70.89%，为最主要收入来源。2020年瀚华担保担保业务收入4.99亿元，同比有所下降。瀚华担保利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、委托贷款利息收入和应收款项类利息收入，2020年利息收入小幅增长。

表12 瀚华担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
利息收入	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%
手续费及佣金收入	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%
投资收益	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收入	437.33	0.62%	-118.30	-0.16%	579.52	0.79%
合计	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%	73,573.96	100.00%

资料来源：瀚华担保2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，瀚华担保资产总额为60.35亿元，所有者权益为41.16亿元；2020年度，瀚华担保实现营业收入7.04亿元，净利润2.07亿元。

表13 近年瀚华担保主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	603,477.35	612,511.76	607,453.59
所有者权益合计	411,580.39	407,210.87	400,528.98
营业收入	70,379.05	75,018.03	73,573.96
担保费收入	49,893.66	52,377.07	50,185.58
净利润	20,732.86	24,700.19	23,867.32
净资产收益率	5.06%	6.12%	5.89%
融资担保责任余额（亿元）	-	249.23	295.02
准备金覆盖率	-	5.50%	4.79%
融资担保放大倍数	-	6.21	7.47
当期担保代偿率	-	0.49%	0.81%

资料来源：瀚华担保 2018-2020 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

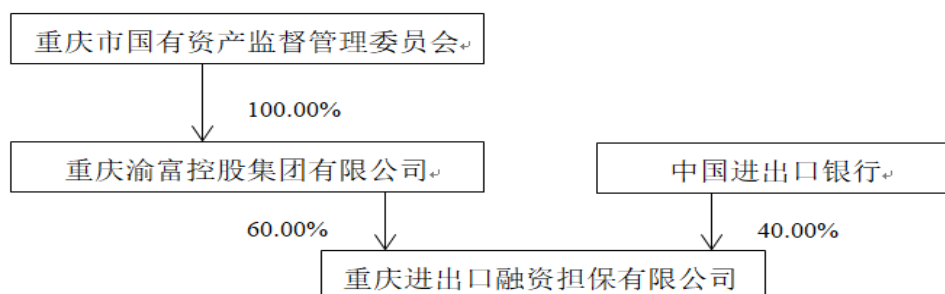
综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，代偿能力强，经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR资城01”的安全性。

重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升“PR资城02”的安全性

“PR资城02”由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括“PR资城02”的本金及利息，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，担保期间为“PR资城02”存续期及债券到期之日起二年。

重庆进出口担保由重庆渝富资产管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口担保第一大股东由重庆渝富资产管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口担保股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图 5 截至 2020 年末重庆进出口担保股权结构图



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口担保分别实现营业收入

45,379.63万元、56,106.89万元和69,436.56万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口担保营业收入主要来源于担保费收入。

表14 重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%
其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
合计	69,436.56	100.00%	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%

资料来源：重庆进出口担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口担保资产总额为636,020.22万元，所有者权益合计为383,731.71万元；2020年度，重庆进出口担保实现营业总收入69,436.56万元，利润总额24,046.06万元。

表15 近年重庆进出口主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源：重庆进出口担保 2018-2020 年审计报告，重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，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“PR资城02”的安全性。

九、结论

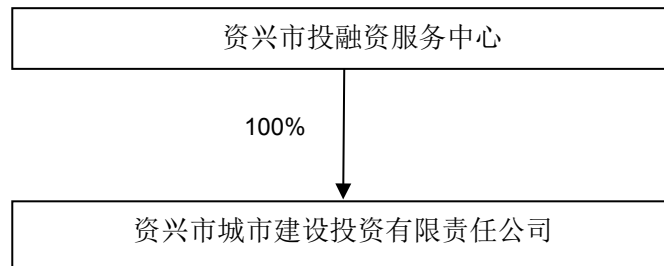
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持PR资城01和PR资城02信用等级均为AA+。

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	5.41	10.37	6.68
应收票据及应收账款	14.64	11.69	9.76
应收账款	14.64	11.69	9.76
存货	47.11	47.73	37.42
流动资产合计	78.66	77.15	65.84
其他非流动资产	16.54	16.54	16.54
非流动资产合计	36.33	35.92	31.27
资产总计	114.99	113.07	97.11
短期借款	0.15	0.01	0.10
一年内到期的非流动负债	5.44	5.46	2.30
流动负债合计	9.99	9.86	5.95
长期借款	24.66	22.61	15.38
应付债券	7.57	10.08	12.56
长期应付款	2.59	2.87	4.26
非流动负债合计	34.82	35.56	32.19
负债合计	44.81	45.42	38.14
总债务	40.70	41.48	34.60
所有者权益	70.18	67.65	58.97
营业收入	7.28	7.30	7.43
营业利润	1.00	0.97	1.00
其他收益	1.40	1.19	1.10
利润总额	1.03	1.01	1.02
经营活动产生的现金流量净额	-2.52	-3.83	-6.37
投资活动产生的现金流量净额	-0.72	-0.44	-0.77
筹资活动产生的现金流量净额	-1.91	7.95	2.11
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	15.32%	17.57%	17.35%
收现比	0.60	0.74	0.75
资产负债率	38.97%	40.17%	39.28%
现金短期债务比	0.92	1.75	2.78
EBITDA（亿元）	2.26	2.33	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.06	1.29

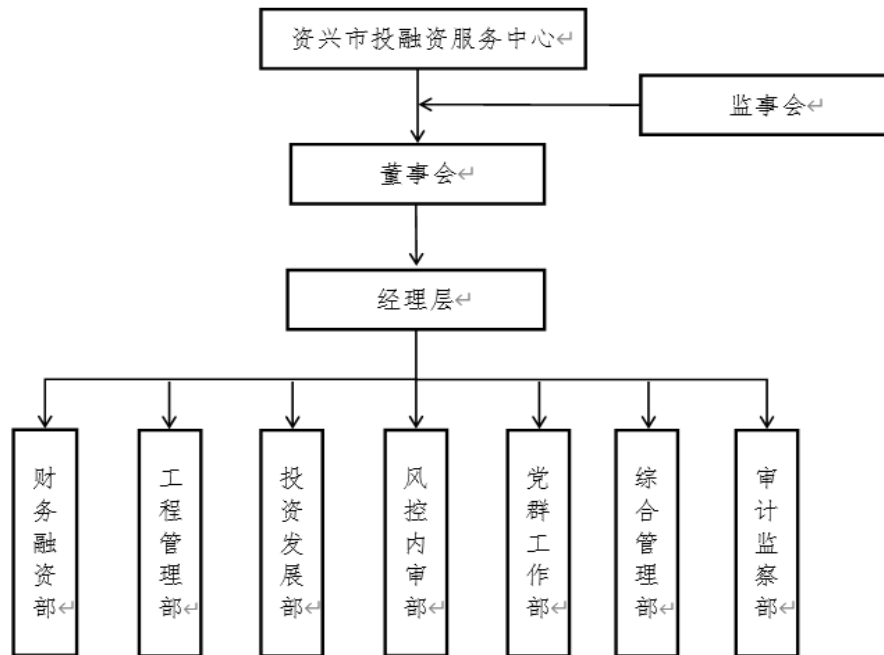
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



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一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
资兴市农泉投资有限责任公司	20,000.00	100.00%	农贸市场、专业市场建设投资与开发	出资设立
开元（资兴）投资有限公司	8,245.00	100.00%	城市基础设施、配套项目的投资和建设	出资设立
资兴市精准扶贫开发有限责任公司	5,000.00	100.00%	易地扶贫搬迁、扶贫开发	出资设立
资兴市自来水有限公司	14,100.00	50.35%	自来水生产；供水管道安装	政府划转
湖南东江湖大数据产业园管理有限公司	5,000.00	100.00%	大数据工程建设与运营	政府划转

资料来源：公司提供，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。