

2021 年延安市新区投资开发建设有限公司

养老产业专项债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。



报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【131】号 01

分析师

姓名：顾春霞 毕柳
电话：021-51035670
邮箱：guchx@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 2 月 8 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.cspengyuan.com

2021 年延安市新区投资开发建设有限公司 养老产业专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过人民币 8.8 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

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

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期内的第 3 年至第 7 年末分别偿还债券本金的 20%

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对延安市新区投资开发建设有限公司（以下简称“延安新投”或“公司”）本次拟发行总额不超过人民币 8.8 亿元养老产业专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到延安市经济实力逐渐增强，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，且获得的外部支持力度较大，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”或“担保人”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但我们也关注到公司整体资产流动性较弱，面临较大资金支出压力，有息债务规模较大，面临较大偿债压力及或有负债风险等风险因素。

正面：

- 延安市工业以资源产业为支柱，经济总量持续增长。延安市工业以原油生产加工、煤炭和天然气开采等资源产业为支柱，近年工业经济稳步增长，2017-2019 年规模以上工业增加值分别同比增长 7.0%、10.4% 和 6.5%；2019 年延安市实现地区生产总值 1,663.89 亿元，同比增长 6.7%，经济实力逐渐增强，为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事延安新区城市基础设施建设和房地产开发业务，截至 2020 年 9 月末主要已完工基础设施项目尚未结转的成本为 25.24 亿元，

主要在建房地产项目预计总投资 48.30 亿元，业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**作为延安新区基础设施建设的重要主体，2017 年公司获得延安市新区管理委员会投资增加资本公积 6.55 亿元，2019 年资产置换增加资本公积 1.09 亿元，2017-2019 年公司分别获得财政补贴 2.00 亿元、1.80 亿元和 1.50 亿元，有效提升了公司资本实力和利润水平。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保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：

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年 9 月末公司存货规模为 109.61 亿元，占总资产的 61.34%，主要为基础设施、房地产项目开发成本及土地资产，即期变现存在一定不确定性，且部分土地尚未取得土地使用权证，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大资金支出压力。**近年公司主营业务现金流入难以覆盖项目建设支出，日常经营现金流平衡存在压力，截至 2020 年 9 月末主要在建项目尚需投资 20.37 亿元，公司存在较大资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大偿债压力。**截至 2020 年 9 月末公司有息债务规模为 91.99 亿元，占负债总额的比重达 73.38%，同时资产负债率上升至 70.15%，现金短期债务比为 0.63，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数仅 0.31，期末有息负债与 EBITDA 之比达 68.24，公司整体债务负担较重，存在较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年 9 月末，公司对外担保总额为 88.93 亿元，占同期所有者权益的 166.72%。被担保对象均为延安市地方国有企业，但无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,787,042.58	1,561,784.43	1,471,840.72	1,479,690.76
所有者权益	533,399.84	524,455.17	506,618.92	481,111.37
有息债务	919,901.63	762,751.45	788,656.76	781,335.45
资产负债率	70.15%	66.42%	65.58%	67.49%
现金短期债务比	0.63	0.24	1.22	0.31

营业收入	76,445.58	166,935.28	253,538.92	220,165.63
其他收益	8,562.84	15,008.68	18,000.00	20,000.00
利润总额	5,141.67	6,362.20	6,108.38	5,770.81
综合毛利率	1.29%	0.47%	1.01%	-3.94%
EBITDA	-	11,177.31	11,537.13	10,721.38
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.33	0.19
经营活动现金流净额	-15,406.34	-175,154.16	163,673.32	-179,384.59
收现比	0.83	0.97	0.33	0.76

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

担保人主要财务指标（单位：万元）

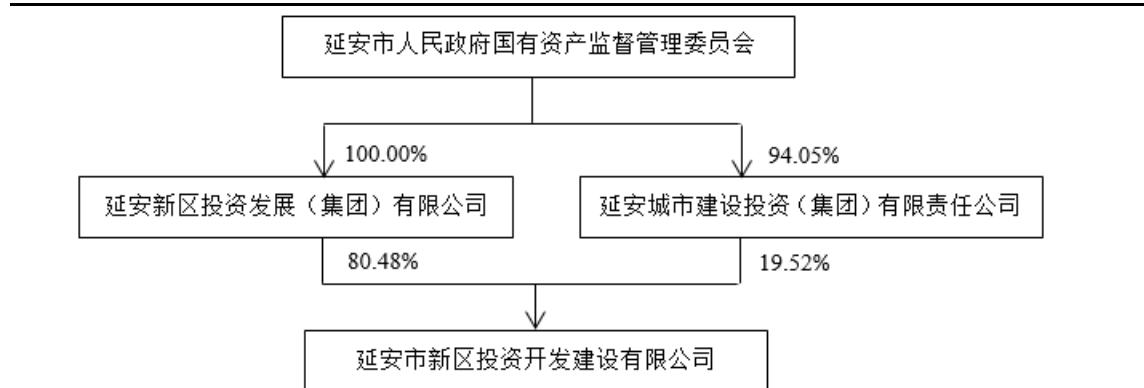
项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益合计	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保责任余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	177,097.75	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	5.51	4.89	3.84
当期担保代偿率	8.20%	7.77%	1.88%

资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2012年3月2日，由延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）全额出资，公司设立时注册资本50,000.00万元，均为货币出资。2012年12月，根据延安市国资委延市国资发（2012）16号文件将公司划转为延安城市建设投资开发有限责任公司¹（以下简称“延安城投”）的子公司。2015年12月17日，根据延安市国资委延市国资函（2015）13号文件批准，延安市国资委对公司增资206,092.02万元，增资后公司注册资本为256,092.02万元。2020年12月，延安市国资委所持公司80.48%股权全部划转至延安新区投资发展（集团）有限公司²（以下简称“延安新投集团”）。截至2020年12月末，公司注册资本和实收资本均为256,092.02万元，延安新投集团和延安城投分别持有公司80.48%和19.52%股权，公司控股股东为延安新投集团，实际控制人为延安市国资委。公司股权及实际控制关系如下图所示。

图1 截至2020年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司为延安新区重要的基础设施建设和国有资产管理主体，主要从事延安新区城市基础设施建设、房地产开发等业务。截至2020年9月末，公司纳入合并报表范围子公司共8家，具体如下表所示。

表1 截至2020年9月末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
延安红圣国医馆有限公司	5,000.00	100.00%	养老服务等

¹ 2017年8月31日更名为延安城市建设投资（集团）有限责任公司。

² 根据延安市市属国有企业改革领导小组于2019年9月出具的《关于<延安新区投资发展（集团）有限公司重组整合方案>的批复》（延市企发改[2019]27号），延安市新区投资开发建设有限公司、延安市新区综合服务有限公司等五户企业采取“合并新设”的方式，组建成立延安新区投资发展（集团）有限公司。

延安市新区建城沥青混合料有限公司	3,000.00	100.00%	工程材料加工销售
延安市新天地文化产业发展有限公司	50,000.00	60.00%	文化旅游咨询、管理
延安新区大学生创新创业小镇运营管理有限公司	1,000.00	100.00%	物业管理、房屋租赁
延安新区建城房产销售租赁运营有限公司	10,000.00	100.00%	房地产开发、租赁
延安新区旅游发展有限公司	10,000.00	100.00%	旅游资源开发、管理
延安新区佳途国际旅行社有限公司	1,000.00	100.00%	旅游服务
延安红云文创发展有限公司	5,000.00	51.00%	数字作品印刷出版、发行

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2021年延安市新区投资开发建设有限公司养老产业专项债券；

发行总额：不超过人民币8.8亿元；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3年至第7年末分别偿还债券本金的20%；

增信方式：重庆兴农融资担保集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币8.8亿元，其中4.4亿元补充流动资金，4.4亿元用于福苑现代康养居住小区和山水阁现代康养居住小区中的养老项目建设。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
福苑现代康养居住小区康养板块	5.96	2.40	40.27%
山水阁现代康养居住小区康养板块	4.63	2.00	43.20%
补充流动资金	-	4.40	-
合计	-	8.80	-

资料来源：公司提供

（一）项目基本情况

1、福苑现代康养居住小区康养板块

福苑现代康养居住小区位于延安新区（北区）核心商务区东侧E3-12地块，东至必成路，南至轩辕大道，西至德胜北路，北至嘉兴大街，小区总占地面积118.96亩。小区内

养老配套设施占地 47.35 亩，规划总建筑面积 93,935.42 平方米，其中地上 69,879.11 平方米，地下建筑 24,056.31 平方米，建设内容包括养老住宅、护理楼、颐养中心、停车场和道路、绿化、管网等室外工程。项目建成后可提供养老住宅 456 套，护理房 234 间，床位 342 个，地下停车场车位 678 个，地上临时停车位 67 个。

2、山水阁现代康养居住小区康养板块

山水阁现代康养居住小区位于延安新区（北区）最南端 F3-09 地块，东至范公路，南至南部山体边界，西至西侧山体，北至万兴路，小区占地 187.35 亩。小区内养老配套设施占地 34.07 亩，规划总建筑面积 71,874.65 平方米，其中地上 56,166.76 平方米，地下建筑 15,707.89 平方米，建设内容包括养老住宅、护理楼、颐养中心、停车场和道路、绿化、管网等室外工程。项目建成后可提供精装修养老住宅 312 套，护理房 208 间、床位 304 个，地下停车场车位 452 个。

（二）项目批复情况

表3 本期债券募投项目批复情况

批准文件	审批机构	批准文号	批准时间
关于福苑现代康养居住小区项目备案的通知	延安市新区经济发展局	延新经发投[2018]67 号	2018.8.17
关于山水阁现代康养居住小区项目备案的通知	延安市新区经济发展局	延新经发投[2018]66 号	2018.8.17
关于福苑现代康养居住小区、山水阁现代康养居住小区节能报告的审查意见	延安市行政审批服务局	延行审投资发[2018]129 号	2018.9.7
关于福苑现代康养居住小区项目、山水阁现代康养居住小区项目用地规划审查情况的说明	延安市国土资源局延安新区分局	延市国土新函[2018]76 号	2018.8.20
建设项目环境影响登记表	延安市环境保护局	备案号：201861060200000199、201861060200000200	2018.7.17
关于延安新区商品房建设项目维稳风险评估报告审查的函	中共延安市委维护社会稳定工作领导小组办公室	延维稳办函[2018]19 号	2018.7.18
建设用地规划许可证	延安市城乡规划局	地字第 XQ610600201800018 号、地字第 XQ610600201800019 号	2018.3.9
建设工程规划许可证	延安市城乡规划局	建字第 XQ610600201800032 号、建字第 XQ610600201800033 号	2018.8

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目建设进度

福苑现代康养居住小区康养板块（以下简称“福苑康养板块”）总投资为 5.96 亿元，所需资金由公司通过自筹资金和企业债券等融资方式筹集。该项目拟使用本期债券募集资金 2.40 亿元，占项目总投资规模的比例为 40.27%。项目预计建设期 3 年（2019-2021 年），运营期 20 年（2022-2041 年），目前已进入正常施工阶段，受疫情影响，施工进度有所延

缓。

山水阁现代康养居住小区康养板块（以下简称“山水阁康养板块”）总投资为 4.63 亿元，所需资金由公司通过自筹资金和企业债券等融资方式筹集。该项目拟使用本期债券募集资金 2.00 亿元，占项目总投资规模的比例为 43.20%。项目预计建设期 3 年（2019-2021 年），运营期 20 年（2022-2041 年），目前已进入正常施工阶段，受疫情影响，施工进度有所延缓。

（四）项目经济效益

1、福苑现代康养居住小区康养板块

福苑康养板块由公司负责建设和运营，主要收益来自于养老住宅租赁收入、护理楼床位租赁收入、颐养中心租赁收入和停车场收费收入等。根据西安建筑科技大学建筑设计研究院编制的《延安新区福苑现代康养居住小区项目康养板块可行性研究报告》，该项目计算期为 23 年（含建设期 3 年），在计算期内可实现总收入 24.25 亿元，净收益 22.00 亿元；其中本期债券存续期³内可实现收入 5.51 亿元，净收益 4.45 亿元，可覆盖该项目拟使用本期债券募集资金的本息。

表4 本期债券存续期内福苑现代康养居住小区康养板块收益测算表（单位：万元）

项目	建设期	运营期							合计
		2019-2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
经营收入	-	7,350	8,269	9,187	10,106	10,106	10,106	10,106	55,124
养老住宅收入	-	3,807	4,283	4,759	5,235	5,235	5,235	5,235	28,554
护理中心收入	-	1,331	1,497	1,663	1,830	1,830	1,830	1,830	9,981
颐养中心收入	-	1,926	2,167	2,408	2,648	2,648	2,648	2,648	14,445
车位出租收入	-	286	322	358	393	393	393	393	2,145
运营成本及费用	-	1,545	1,646	1,749	1,855	1,904	1,955	1,955	10,654
净收益	-	5,805	6,623	7,438	8,251	8,202	8,151	44,470	

资料来源：《延安新区福苑现代康养居住小区项目康养板块可行性研究报告》，中证鹏元整理

2、山水阁现代康养居住小区康养板块

山水阁康养板块由公司负责建设和运营，主要收益来自于养老住宅租赁收入、护理楼床位租赁收入、颐养中心租赁收入和停车场收费收入等。根据西安建筑科技大学建筑设计研究院编制的《延安新区山水阁现代康养居住小区项目康养板块可行性研究报告》，该项目计算期为 23 年（含建设期 3 年），在计算期内可实现总收入 18.96 亿元，净收益 16.79 亿元；其中本期债券存续期内可实现收入 4.31 亿元，净收益 3.39 亿元，可覆盖该项目拟

³ 假设本期债券存续期为 2021 年至 2027 年。

使用本期债券募集资金的本息。

表5 本期债券存续期内山水阁现代康养居住小区康养板块收益测算表（单位：万元）

项目	建设期	运营期						合计
		2019-2021	2022	2023	2024	2025	2026	
经营收入	-	5,748	6,466	7,184	7,902	7,902	7,902	43,104
养老住宅收入	-	2,795	3,145	3,494	3,843	3,843	3,843	20,963
护理中心收入	-	1,183	1,331	1,478	1,626	1,626	1,626	8,870
颐养中心收入	-	1,596	1,795	1,995	2,194	2,194	2,194	11,968
车位出租收入	-	174	195	217	239	239	239	1,303
运营成本及费用	-	1,345	1,431	1,518	1,607	1,649	1,692	9,242
净收益	-	4,403	5,035	5,666	6,295	6,253	6,210	33,862

资料来源：《延安新区山水阁现代康养居住小区项目康养板块可行性研究报告》，中证鹏元整理

同时我们注意到，受项目建设进度、当地经济状况和市场需求情况等因素影响，募投项目存在不能按期竣工、运营效果不理想等风险，募投项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴服务业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和

产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

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。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计

入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

延安市工业以原油生产加工、煤炭和天然气开采等资源产业为支柱，近年经济总量保

持增长，增速有所波动

延安市位于陕西省北部，东临黄河与山西省隔河相望，西连甘肃，南接铜川市，北与榆林市相连。延安地处于宝塔山、清凉山、凤凰山三山鼎峙，延河、汾川河二水交汇之处，是陕北地区政治和军事中心。延安市现辖2个市辖区、1个县级市、10个县，土地总面积3.70万平方公里，截至2019年末，全市常住人口225.57万人。

延安市位于黄河中游，属黄土高原丘陵沟壑区。延安地貌以黄土高原、丘陵为主，地势西北高东南低，平均海拔1,200米左右。延安市北部以黄土梁峁、沟壑为主，占全区总面积72%；南部以黄土塬沟壑为主，占总面积19%；全区石质山地占总面积9%。延安矿产资源丰富，已探明煤炭储量115亿吨，石油14亿吨，天然气2,000多亿立方米，紫砂陶土5,000多万吨，石油开发已有百年历史。延安土地辽阔，光照充足，苹果、红枣等农产品品质优良，“延长石油”、“洛川苹果”均被授予中国驰名商标。

延安人文旅游资源独具特色，旅游业具有较好发展前景。延安旅游资源有中华民族圣地黄帝陵、中国革命圣地延安、黄河壶口瀑布、黄土风情文化等，民间艺术包括陕北民歌、陕北大秧歌、安塞腰鼓、农民画、剪纸等。延安是国务院首批公布的历史文化名城，市内有历史遗迹5,808处，革命旧址445处，珍藏文物近7万件，是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地。

近年延安市经济保持持续增长，按可比价格计算，2017-2019年延安市地区生产总值（GDP）增长率分别为7.6%、9.1%和6.7%，增速有所波动。2019年延安市实现地区生产总值1,663.89亿元，按不变价计算，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值149.33亿元，同比增长5.2%；第二产业增加值999.85亿元，同比增长6.5%；第三产业增加值514.71亿元，同比增长7.6%。三次产业结构由2017年的9.5:56.2:34.3调整为2019年的9.0:60.1:30.9。按常住人口计算，全年延安市人均GDP为73,703元，为全国人均GDP的103.97%。

延安市主要支柱产业为原油生产加工、煤炭和天然气开采等资源产业，近年工业经济稳步发展，2019年延安市规模以上工业总产值1,727.39亿元，比上年增长7.7%，规模以上工业增加值按可比价计算比上年增长6.5%。按行业分，煤炭产值302.47亿元，同比增长3.5%；原油开采及天然气开采业产值531.92亿元，同比增长9.0%；石油加工产值495.50亿元，同比下降3.9%。

近年延安市固定资产投资增速有所波动，2017-2019年分别为-5.6%、6.9%和1.1%。从投资方向来看，2019年全市第一产业、第二产业投资分别同比下降10.8%和8.1%，第三产业投资同比增长5.5%。2019年延安市商品房施工面积1,270.75万平方米，同比增长22.5%，房屋竣工面积78.89万平方米，增长2.4倍；商品房销售面积138.22万平方米，增长49.0%，

待售面积57.93万平方米。延安市常住人口增长较为缓慢，房地产去库存压力仍然较大。

消费对延安市经济增长起到一定带动作用，2019年延安市社会消费品零售总额为340.33亿元，同比增长8.0%，增速有所回落。2019年延安市接待国内外游客7,308万人次，同比增长15.2%，实现旅游综合收入495亿元，同比增长20.6%，旅游业发展较好。2019年末，延安市金融机构存款及贷款余额分别为1,674.88亿元和1,319.43亿元，同比分别增长4.0%和11.1%。

表6 延安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,663.89	6.7%	1,558.91	9.1%	1,266.39	7.6%
第一产业增加值	149.33	5.2%	138.07	2.9%	119.88	5.0%
第二产业增加值	999.85	6.5%	925.97	9.8%	712.23	6.6%
第三产业增加值	514.71	7.6%	494.88	9.8%	434.28	10.0%
规模以上工业增加值	-	6.5%	854.38	10.4%	647.89	7.0%
固定资产投资	-	1.1%	-	6.9%	1,283.65	-5.6%
社会消费品零售总额	340.33	8.0%	314.98	10.7%	284.65	10.4%
进出口总额	24.19	710.0%	2.99	67.7%	1.78	22.1%
存款余额	1,674.88	4.0%	1,610.14	2.8%	1,566.83	7.9%
贷款余额	1,319.43	11.1%	1,187.16	6.9%	1,110.71	19.8%
人均GDP(元)	73,703		68,940		56,086	
人均GDP/全国人均GDP	103.97%		106.65%		94.01%	

注：“-”表示相关数据未公开披露。

资料来源：2017-2019年延安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年延安市全市实现公共财政收入155.93亿元，同比增长5.1%，其中税收收入105.62亿元，占公共财政收入比重为67.74%；同期延安市全市公共财政支出为447.20亿元，同比增长12.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为34.87%。

延安新区的逐步建成将有效缓解主城区用地紧张和发展空间不足等问题，但新区建设依赖较大规模的债务融资

根据“中疏外扩，上山建城”的城市发展规划，延安新区以老城为中心向外拓展和延伸，形成“一心三轴多组团”的空间格局，控制面积38平方公里，规划建设用地25平方公里，人口20万人。延安新区以公共服务、金融商贸、教育科研、高新产业等功能为主。

延安新区建设自2012年4月开工以来，已完成造地2.4万亩，6条新老城连接线以及28条市政道路及配套综合管廊全部建成，5所学校开始办学，延安大剧院、学习书院、为民服务中心建成投用，1.3万套保障房、安置房和商品房及配套的幼儿园、商业街陆续交付使用，综合三甲医院、鲁艺生态公园、文化公园、人民公园和山体公园等公共服务设施和

基础设施配套正在加紧推进，延安大学新校区、延安大数据产业基地、双创社区等项目已陆续开工，水、电、气、通讯等配备基本到位，延安新区城市形象初显。

延安新区的逐步建成将有效缓解主城区用地紧张和发展空间不足等问题，但延安新区建设依赖于大规模的债务融资，且延安新区并未建立一级财政体系，所有财政支出均由延安市财政统筹安排，财政自主性较弱。

（三）行业环境

2019 年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

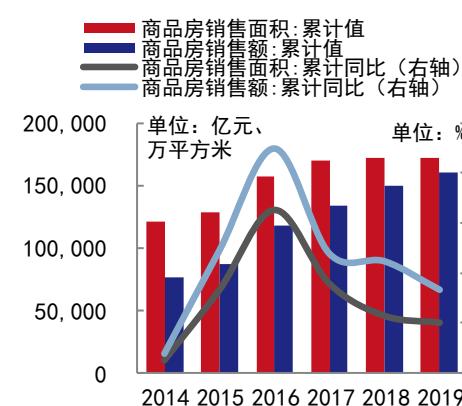
2020 年 2 月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性和稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

2019 年不同能级城市商品房销售情况持续分化，三四线城市销售呈现一定的韧性；仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况

受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。根据国家统计局数据，2019 年全国销售额同比增长 6.50%，增速同比下滑 5.7 个百分点；商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点，销售情况超出市场预期。

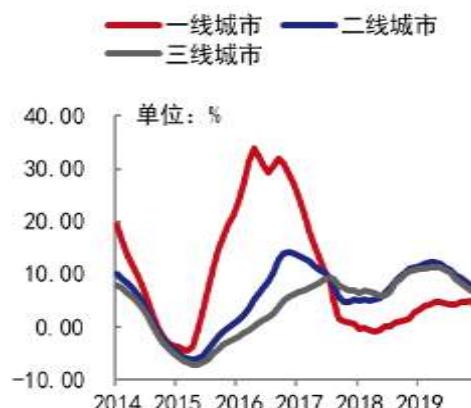
从30大中城市数据来看，各能级城市成交变动情况分化显著。其中，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，二线城市表现相对较弱，三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市商品房成交面积占比超过70%，在棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求的背景下，预计2020年全国商品房销售面积将继续下行。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势仍呈现一定分化。

图2 商品房销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 不同能级城市住宅价格指数情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2019年一线城市商品房成交持续下滑，成交面积降幅有所收窄，2019年销售面积同比下降5.11%，销售额同比增长7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2019年销售面积同比基本持平，销售额同比增长11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2019年商品房销售面积同比仅增加4.95%。2019年，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，除8-9月呈负增长外，全年保持了较快的增速，截至2019年11月，一线城市成交面积合计为3,046.87万平方米，累计同比增长15.16%；二线城市表现相对较弱，截至2019年11月末，销售面积合计为7,837.82万平方米，累计同比上升0.03%；三四线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性，截至2019年11月，三线城市商品房成交面积累计同比增长8.93%，下半年单月同比增速有所回落。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势也呈现一定的分化。

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，由于棚改资金下放到推动销售存在一定的时滞，2019年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，销售呈现一定韧性。2018-2020年我国城镇棚户区计划再改造1,500万套，截至2019年底剩余棚改任务874万套。根据住建部网站，2019年全国棚改计划新开工289万套，1-11月已开工315万

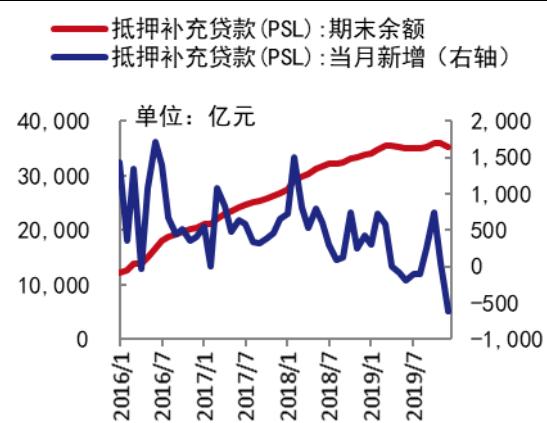
套，占年度目标任务的109%。2020年棚改套数预计仍有550万套左右，考虑到棚改货币化安置和专项债对棚改项目的资金支持力度走弱，加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支，加速推盘对销售的边际效应减弱，三四线城市销售上行趋势在2020年难以持续。

图4 2019年H2首套房贷利率逐步回弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 2019年新增PSL投放量大幅缩减



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》及其他相关法律、法规的规定制定《延安市新区投资开发建设有限公司章程》，建立并逐步完善法人治理结构。公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，以及审议批准董事会、监事会或监事的报告等职权。公司设董事会，其成员由延安市国资委委派，成员共5名，其中1名职工代表通过职工代表大会选举产生。董事会设董事长一名。董事会主要职权包括执行延安市委、市政府、延安市国资委和延安新区管委会的决议，决定公司经营方针和投资方案，制订公司年度财务预算方案、决算方案等。公司设监事会，成员5名，监事会设主席1名，监事、监事会主席由延安市国资委委派，其中职工代表2名，由公司职工代表大会选举产生。监事会的职权主要包括检查公司的财务，对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督，当董事和经理的行为损害公司利益时，要求董事和经理予以纠正等。公司设总经理1名，对董事长负责，在董事会授权范围内行使负责公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

组织结构方面，公司结合自身的实际情况，建立了符合公司发展需要的内部管理机构，下设办公室、党群工作部、人力资源部、投资发展部、建设管理部、合同审计部、财务管理部和策划营销部8个职能部门。

六、经营与竞争

公司为延安新区基础设施建设的重要主体，主要从事延安新区城市基础设施建设和房地产开发业务。2017-2019年及2020年1-9月公司分别实现营业收入22.02亿元、25.35亿元、16.69亿元和7.64亿元，规模有所波动。从收入结构来看，公司基础设施建设收入受项目结算进度影响，近年波动较大；2017年公司房产销售收入规模较大，成为营业收入的重要来源，但2018年以来房产销售收入持续下滑。公司其他收入包括租赁和工程收入、物业费收入，占总收入比重较小。

毛利率方面，公司基础设施建设业务开发收益按实际投入成本加成一定比例核定，业务毛利率水平低；2017年公司房产销售均价较低，存在收入成本倒挂现象，当期房产销售业务毛利率为-5.73%，2018年以来业务毛利率逐年提高。综合影响下，2017-2019年及2020年1-9月公司综合毛利率分别为-3.94%、1.01%、0.47%和1.29%，毛利率水平低。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	49,214.12	0.93%	112,108.50	0.37%	172,121.67	0.11%	50,823.49	0.54%
房产销售	23,382.38	23.23%	47,308.86	6.63%	75,034.88	3.09%	164,352.88	-5.73%
其他	3,849.08	-127.46%	7,517.93	-36.66%	6,382.37	0.76%	4,989.26	9.32%
合计	76,445.58	1.29%	166,935.28	0.47%	253,538.92	1.01%	220,165.63	-3.94%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司基础设施建设收入有所波动，随着已完工项目逐步结算，短期内能为公司带来一定收入

公司是延安新区重要的基础设施建设和投资主体，负责区域内土地平整、道路建设、棚户区改造和安置房建设等业务。公司基础设施建设业务主要与延安新区管委会签订委托代建协议，对延安新区基础设施建设项目进行投资建设，并在建成后移交给延安新区管委会。根据延安新区管委会与公司签订的《关于“延安市新区一期综合开发工程”之委托代建合同》和《关于“延安市新区一期综合开发工程”之委托代建合同之补充协议》（以下合并简称“框架性委托代建合同⁴”），基础设施代建工程由公司前期垫付建设资金，延安新区管委会根据工程进度逐步向公司进行资金结算并拨付建设资金，资金结算包括全部

⁴ 由于公司未就具体基础设施代建项目和延安新区管委会签订委托代建合同，且公司投资建设的基础设施项目运营模式和收益实现方式均按照《关于“延安市新区一期综合开发工程”之委托代建合同》和《关于“延安市新区一期综合开发工程”之委托代建合同之补充协议》来执行，故将上述合同合并简称为框架性委托代建合同。

成本加开发收益，其中全部成本包括公司投入的建安费用、基本预备费、征迁及其他费用等全部资金，开发收益按实际结算投入成本总额的1.00%核定，因此，公司基础设施建设业务毛利率较低。

近年公司基础设施建设收入有所波动，2017-2019年及2020年1-9月分别为5.08亿元、17.21亿元、11.21亿元和4.92亿元，确认收入的项目主要有新区（北区）一期土地平整工程土方二次平衡项目、新区北区一期土地平整工程、杨家岭道路连接工程、学习书院项目核桃树塔道路工程等；同期公司基础设施建设业务毛利率分别为0.54%、0.11%、0.37%和0.93%，毛利率水平低。

公司基础设施项目均已完工，截至2020年9月末主要已完工基础设施项目尚未结转的成本为25.24亿元，随着项目逐步结算，未来能为公司带来一定基础设施建设收入。但需注意的是，根据公司与延安新区管委会签订的框架性委托代建合同，延安新区管委会根据基础设施代建工程进度逐步向公司进行资金结算并拨付建设资金，但实际操作中易受结算进度影响，资金回笼时间存在一定不确定性。

公司房地产开发投资规模较大，是公司收入的重要来源，但未来房产销售进度和收入规模存在一定不确定性；公司在建项目资金需求较大，面临较大资金支出压力

除了负责延安新区基础设施建设外，公司同时从事延安新区范围内的房地产开发业务，2017-2019年及2020年1-9月公司分别实现房产销售收入16.44亿元、7.50亿元、4.73亿元和2.34亿元，收入主要来自1-6地块商品房项目、鲁艺一号院和上林华府一期等，业务毛利率分别为-5.73%、3.09%、6.63%和23.23%。2017年公司房产销售毛利率为负主要是由于当年以销售住宅为主，且主要销售对象为延安市政府和事业单位公职人员，略低于成本，存在收入成本倒挂，且无相关政府补贴；2018-2019年随着商铺和车位销售占比提高，当期房产销售毛利率有所提升；2020年1-9月福苑项目销售带动业务毛利率大幅提高。

截至2020年9月末，公司已完工的房地产项目有金融服务中心、新天地商业步行街项目和创业大厦等，可供销售和租赁面积合计25.73万平方米，未来可形成一定规模的房产销售收入和租赁收入。除上述已完工的房地产项目外，公司在建房地产项目主要为上城华府二期、福苑和山水阁现代康养居住小区项目，其中本期债券募投项目系福苑和山水阁现代康养居住小区项目的康养板块。截至2020年9月末，公司主要在建房地产项目预计总投资合计48.30亿元，已投资27.93亿元，尚需投资20.37亿元，公司面临较大资金支出压力。需要关注的是，受房地产市场景气度等因素影响，公司房地产项目未来销售进度和销售价格可能存在不确定性。

表8 截至2020年9月末公司主要已完工未来可租售的房地产项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	总建筑面积	可供租售面积
科研试验楼	4.15	10.05	8.80
金融服务中心	4.80	6.94	5.38
新天地商业步行街项目	6.09	10.65	7.70
房产置业服务中心项目	0.98	1.25	0.95
创业大厦	2.19	3.69	2.90
合计	18.21	32.58	25.73

注：新天地商业步行街项目又名创新创业小镇项目。

资料来源：公司提供

表9 截至2020年9月末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已投资	总建筑面积	可供租售面积
山水阁现代康养居住小区	14.30	8.32	25.60	21.50
福苑现代康养居住小区	15.80	9.61	31.30	26.89
上城华府二期	18.20	10.00	39.31	31.54
合计	48.30	27.93	96.21	79.93

资料来源：公司提供

公司获得的外部支持力度很大

公司作为延安新区基础设施建设的重要主体，近年来在资产注入和财政补贴等方面得到地方政府的大力支持。资产注入方面，2017年延安新区管委会对公司享有的债权6.55亿元转为对公司投资，增加公司资本公积6.55亿元；2019年延安新区管委会将以前年度划入公司的公益性资产4条道路剥离，同时将学习书院（0.48亿元）、大数据配套业务用房⁵（2.19亿元）划转至公司，将应付延安市财政局借款6.67亿元转为资本公积，合计净增加公司资本公积1.09亿元⁶。财政补贴方面，2017-2019年公司获得延安新区管委会财政补贴分别为2.00亿元、1.80亿元和1.50亿元。整体上看，当地政府对公司的支持力度大，有效提升了公司资本实力和盈利水平。

表10 2017-2019年公司获得外部支持情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
资产注入	10,903.55	0.00	65,549.12
政府补助	15,008.68	18,000.00	20,000.00

资料来源：公司提供

七、财务分析

⁵ 未获取学习书院、大数据配套业务用房权属信息。

⁶ 同期延安新区管委会剥离公司资产9.52亿元，通过将公司政府债券置换债务中9.52亿元债务转为延安新区管委会债务补足。

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年至2020年9月公司合并范围变化情况见下表。

表11 2017年-2020年9月公司合并范围变化情况

时间	子公司名称	变动情况
2018 年	延安新区大学生创新创业小镇运营管理有限公司	新增，出资设立
2018 年	延安新区建城房产销售租赁运营有限公司	新增，出资设立
2018 年	延安市新区旅游发展有限公司	新增，出资设立
2018 年	延安新区佳途国际旅行社有限公司	新增，出资设立
2019 年	延安红云文创发展有限公司	新增，出资设立
2020 年 1-9 月	延安红圣国医馆有限公司	新增，出资设立
2020 年 1-9 月	延安市新区建城物业服务有限公司	减少，股权划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续上升，截至2020年9月末资产总额为178.70亿元，较2017年末增长20.77%。公司资产以流动资产为主，2020年9月末流动资产占总资产的比重为88.47%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金余额为6.48亿元，其中5.35亿元定期存款和保证金使用受限，受限比例为82.62%，受限比例高。截至2020年9月末，公司货币资金余额为24.02亿元，较2019年末大幅增长，主要系外部融资到账所致。公司应收账款主要为应收延安新区管委会的基础设施项目工程款，近年有所波动，2019年末余额为13.82亿元。

公司其他应收款主要是与政府部门及关联单位的借款及往来款，2019年末余额为4.32亿元，其中应收延安新区创盈建材家居有限公司借款1.93亿元、应收延安新农商大市场有限公司借款0.91亿元。存货为公司最主要资产，2019年末规模为109.87亿元，占总资产的比重为70.35%。公司存货主要为基础设施和房地产项目的开发成本，由于基础设施项目回款易受结算进度影响，房地产项目销售进度和销售收入存在一定不确定性，公司存货变现在一定不确定性。截至2020年9月末，公司存货中包含25块出让取得的土地使用权，土地用途主要为住宅和商业，土地面积合计1,535.49亩，共缴纳土地出让金31.29亿元；其中1

宗账面价值1.39亿元的土地已抵押，公司部分土地尚未取得土地使用权证⁷。

非流动资产方面，公司可供出售金融资产系2018年新增对延安市中小企业融资担保有限责任公司（以下简称“延安担保公司”）的2.00亿元股权投资，公司持股比例为13.32%。

公司投资性房地产包括自建并用于出租的上城生活广场、1-6地块商铺以及创新创业小镇项目，近年随着项目逐渐完工由在建工程转入，公司投资性房地产持续增长，2019年末账面价值为14.81亿元；同时在建工程大幅减少，截至2019年末余额为27.38万元。2019年末公司固定资产账面价值1.90亿元，同比大幅减少主要系当期政府剥离以前年度划入公司的公益性资产4条道路（原值9.34亿元）所致。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但存货占比较大，主要为基础设施和房地产项目开发成本，变现存在一定不确定性，整体资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	240,167.25	13.44%	64,773.15	4.15%	126,964.70	8.63%	62,421.23	4.22%
应收账款	169,157.02	9.47%	138,156.56	8.85%	39,269.92	2.67%	55,686.32	3.76%
其他应收款	44,275.30	2.48%	43,215.33	2.77%	33,310.68	2.26%	55,789.81	3.77%
存货	1,096,101.63	61.34%	1,098,736.48	70.35%	1,027,840.51	69.83%	1,185,490.88	80.12%
流动资产合计	1,580,982.52	88.47%	1,369,080.13	87.66%	1,244,352.82	84.54%	1,379,412.61	93.22%
可供出售金融资产	20,000.00	1.12%	20,000.00	1.28%	20,000.00	1.36%	0.00	0.00%
投资性房地产	145,432.41	8.14%	148,109.55	9.48%	48,930.99	3.32%	0.00	0.00%
固定资产	18,577.87	1.04%	19,038.11	1.22%	102,638.18	6.97%	96,864.56	6.55%
在建工程	1,626.07	0.09%	27.38	0.00%	50,094.85	3.40%	3.00	0.00%
非流动资产合计	206,060.06	11.53%	192,704.30	12.34%	227,487.90	15.46%	100,278.15	6.78%
资产总计	1,787,042.58	100.00%	1,561,784.43	100.00%	1,471,840.72	100.00%	1,479,690.76	100.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司收入有所波动，盈利主要来自政府补助

2017-2019年及2020年1-9月公司分别实现营业收入22.02亿元、25.35亿元、16.69亿元和7.64亿元，规模有所波动。公司收入主要来自基础设施建设和房产销售，其中基础设施建设收入受项目结算进度影响，近年波动较大，房产销售收入持续下滑。毛利率方面，公司基础设施建设业务毛利率水平低，房产销售业务毛利率持续提升，2017-2019年及2020

⁷ 由于公司所拥有土地均位于延安新区范围内，延安新区土地系通过削山填沟等岩土工程获得，土地权证办理手续较为复杂，公司正积极向政府有关部门申请办理土地证。

年1-9月公司综合毛利率分别为-3.94%、1.01%、0.47%和1.29%，主营业务盈利能力弱。截至2020年9月末公司主要已完工基础设施建设项目尚有未结转成本25.24亿元，主要在建房地产项目预计总投资48.30亿元，业务持续性较好；由于基础设施项目回款受结算进度影响，房地产项目销售进度和销售收入规模存在一定不确定性，公司未来营业收入和毛利率仍可能存在一定波动。

作为延安新区基础设施建设的重要主体，公司在财政补贴方面获得当地政府的大力支持。2017-2019年及2020年1-9月公司分别获得政府补助2.00亿元、1.80亿元、1.50亿元和0.86亿元，占同期利润总额的比重分别为346.57%、294.68%、235.89%和166.54%，公司盈利主要来自于政府补助。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

盈利指标	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	76,445.58	166,935.28	253,538.92	220,165.63
其他收益	8,562.84	15,008.68	18,000.00	20,000.00
营业利润	5,181.36	6,462.26	9,361.06	7,398.38
利润总额	5,141.67	6,362.20	6,108.38	5,770.81
综合毛利率	1.29%	0.47%	1.01%	-3.94%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流表现较弱，由于在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

2017-2019年公司经营收现情况有所波动，收现比分别为0.76、0.33和0.97。随着基础设施建设和房地产项目的持续推进，主营业务支付的现金规模较大，同时公司与经营活动有关的往来款波动较大，2017-2019年净额分别为-1.89亿元、22.40亿元和0.42亿元，对经营活动净现金流影响较大，同期公司经营活动现金流净额分别为-17.94亿元、16.37亿元和-17.52亿元，总体表现较弱。

近年公司投资活动现金流规模相对较小，其中2018年投资活动现金净流出2.28亿元，主要系新增对延安担保公司的股权投资2.00亿元所致。公司主要通过融资活动弥补资金缺口，融资渠道主要为银行借款和发行债券，2017-2019年筹资活动现金流入规模分别为34.37亿元、21.61亿元和24.71亿元，扣除偿还债务、偿付利息等支付的现金，同期公司筹资活动现金流净额分别为15.15亿元、-7.64亿元和6.09亿元。考虑到截至2020年9月末主要在建房地产项目尚需投资20.37亿元，经营活动现金流较难满足项目建设资金需求，公司面临较大的资金支出压力。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	0.97	0.33	0.76
销售商品、提供劳务收到的现金	162,452.71	82,490.83	166,320.55
收到的其他与经营活动有关的现金	33,951.88	466,313.46	126,583.58
经营活动现金流入小计	196,516.40	548,804.29	292,904.13
购买商品、接受劳务支付的现金	331,554.52	130,554.48	309,663.52
支付的其他与经营活动有关的现金	29,757.32	242,298.60	145,450.49
经营活动现金流出小计	371,670.56	385,130.97	472,288.72
经营活动产生的现金流量净额	-175,154.16	163,673.32	-179,384.59
投资活动产生的现金流量净额	-1,443.18	-22,799.76	-2,623.35
筹资活动产生的现金流量净额	60,908.44	-76,350.10	151,524.50
现金及现金等价物净增加额	-115,688.89	64,523.46	-30,483.44

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

近年公司负债规模呈波动上升趋势，截至2020年9月末为125.36亿元，较2017年增长25.54%。所有者权益方面，受益于政府债务豁免，2020年9月末公司所有者权益为53.34亿元，较2017年增长10.87%。2017-2019年及2020年9月末公司产权比率分别为207.56%、190.52%、197.79%和235.03%，净资产对负债的保障程度较弱。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	1,253,642.74	1,037,329.26	965,221.80	998,579.39
所有者权益	533,399.84	524,455.17	506,618.92	481,111.37
产权比率	235.03%	197.79%	190.52%	207.56%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司债务结构有所波动，截至2020年9月末流动负债和非流动负债分别占负债总额的56.64%和43.36%，与2017年末相比流动负债占比有所提高。

流动负债方面，近年公司短期借款规模持续增长，2019 年末余额为 7.91 亿元，全部为保证借款，2020 年 9 月末公司短期借款增长至 10.26 亿元。公司应付账款主要为应付工程款，2020 年 9 月末余额为 2.47 亿元。近年公司预收款项增长较快，2020 年 9 月末余额为 22.20 亿元，主要为预收的房产销售款和工程款。公司其他应付款主要为应付政府部门及相关单位往来款，随着应付往来款大幅增加，2020 年 9 月末其他应付款余额为 7.67 亿元。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款、长期应付款和应付债券，2020

年9月末余额为27.66亿元。

表16 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	102,555.00	8.18%	79,050.00	7.62%	15,000.00	1.55%	0.00	0.00%
应付账款	24,680.69	1.97%	17,493.61	1.69%	23,088.10	2.39%	23,972.49	2.40%
预收款项	222,037.10	17.71%	213,785.38	20.61%	108,293.65	11.22%	121,202.61	12.14%
其他应付款	76,734.87	6.12%	29,246.88	2.82%	41,126.10	4.26%	69,979.59	7.01%
一年内到期的非流动负债	276,579.94	22.06%	193,978.87	18.70%	88,800.00	9.20%	200,800.00	20.11%
流动负债合计	710,047.28	56.64%	544,165.88	52.46%	279,007.31	28.91%	418,043.93	41.86%
长期借款	232,844.24	18.57%	202,787.24	19.55%	221,723.78	22.97%	152,167.12	15.24%
应付债券	171,664.57	13.69%	80,000.00	7.71%	103,733.33	10.75%	103,733.33	10.39%
长期应付款	56,331.50	4.49%	64,663.00	6.23%	43,922.65	4.55%	44,600.00	4.47%
其他非流动负债	79,926.38	6.38%	142,272.34	13.72%	315,477.00	32.68%	280,035.00	28.04%
非流动负债合计	543,595.46	43.36%	493,163.38	47.54%	686,214.49	71.09%	580,535.46	58.14%
负债合计	1,253,642.74	100.00%	1,037,329.26	100.00%	965,221.80	100.00%	998,579.39	100.00%
其中: 有息债务	919,901.63	73.38%	762,751.45	73.53%	788,656.76	81.71%	781,335.45	78.24%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019年末长期借款余额为20.28亿元，主要为保证借款和抵押借款；2020年9月末长期借款增长至23.28亿元。2019年末公司应付债券为“17延安新投”债券，7年期，票面利率5.60%；2020年9月公司成功发行10.00亿元美元债，期限1年，票面利率3.30%，截至2020年9月末应付债券余额为17.17亿元；2020年12月，公司成功发行5.15亿元中期票据“20延安新投MTN001”，5年期，票面利率6.00%，应付债券规模进一步增长。公司长期应付款全部为融资租赁款，2020年9月末余额为5.63亿元。公司其他非流动负债全部为政府置换债务，根据公司与延安市财政局、延安市新区管理委员会及原债权人签订的置换债务债权解除协议，置换后对应的政府债券本息仍由公司偿还，通过政府债务置换公司存量债务，优化了公司融资结构并降低了融资成本，2019年以来政府通过资产置换冲减公司债务22.43亿元，截至2020年9月末余额为7.99亿元。

表17 截至2020年9月末公司政府置换债务情况 (单位: 万元)

原债权人	债务金额	原债务期限	原债务利率	置换后政府债券期限	置换后政府债券利率
中融(北京)资产管理有限公司	50,000.00	2014.12-2016.6	12.90%	3年-10年	3.04%-3.54%
延安市土地收购储备中心	45,000.00	2015.5-2020.5	8.00%	3年-10年	3.36%-3.8%
中国建设银行延安市分行	30,150.00	2014.11-2016.11	8.00%	3年-10年	3.04%-3.54%
中国建设银行延安市分行	30,150.00	2014.11-2017.11	8.00%	3年-10年	3.04%-3.54%
陕西国际信托有限责任公司	72,735.00	2014.4-2016.4	12.00%	3年-10年	3.04%-3.54%

中信信托有限责任公司	50,000.00	2014.12-2016.12	12.00%	3年-10年	3.04%-3.54%
西安银行延安分行	2,000.00	2015.11-2018.11	7.03%	3年-10年	3.04%-3.54%
工程款	24,155.00	-	-	3年-10年	2.49%-3.94%
减：资产置换冲减欠款	224,263.62	-	-	-	-
合计	79,926.38	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模有所波动，截至2020年9月末规模为91.99亿元，较2017年末增长17.73%，占负债总额的比重为73.38%，其中一年内到期的有息债务规模为37.91亿元，公司面临较大的偿债压力。

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为66.42%，2020年9月末提高至70.15%，整体负债水平较高；近年公司现金短期债务比波动较大，2019年末和2020年9月末分别为0.24和0.63。2019年公司EBITDA为1.12亿元，EBITDA利息保障倍数为0.31，息税前利润对债务和利息的保障程度较弱，加之有息债务与EBITDA比率较高，公司整体经营债务负担较重，面临较大的偿债压力。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	70.15%	66.42%	65.58%	67.49%
现金短期债务比	0.63	0.24	1.22	0.31
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.33	0.19
有息债务/EBITDA	-	68.24	68.36	72.88

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目经营收益是本期债券的首要偿债资金来源。根据可行性研究报告，本期债券募投项目在债券存续期内总收入合计为9.82亿元，能够为本期债券的本息偿付提供一定的现金流。但收入的实现受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响较大，存在一定的不确定性。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。公司收入主要来自基础设施建设和房产销售业务，2017-2019年公司分别实现营业收入22.02亿元、25.35亿元和16.69亿元，且公司目前在建房地产项目投资规模较大，业务持续性较好。另一方面，项目建设尚需投资规模较大，公司主营业务现金流入难以覆盖项目建设支出，日常经营现金流平衡存在压力，使经营现金流对本期债券的保障存在不确定性。

公司的资产变现是本期债券的另一项偿债资金来源。截至2020年9月末，公司存货开发成本中账面价值合计29.90亿元的土地资产未抵押，在极端情况下可以通过变现提供偿债资金。需要注意的是，公司土地资产规模较大且部分尚未取得土地使用权证，土地资产集中处置难度较大及变现价值存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

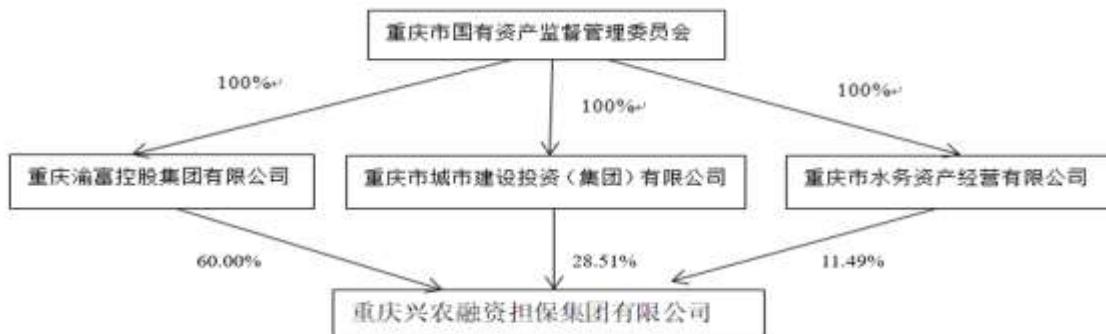
1、担保条款

本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

2、担保人情况

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。历经数次增资及股权变更，截至2019年末，兴农担保注册资本和实收资本均为521,981.61万元，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管理委员会。截至2019年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图6 截至2019年末兴农担保产权及控制关系



资料来源：兴农担保2019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。2017-2019年，兴农担保分别实现营业收入6.12亿元、7.43亿元和10.46亿元。担保业务收入分别占当期营业收入的74.35%、70.01%和76.16%。2017-2019年兴农担保期末在保余

额分别为384.29亿元、555.80亿元和616.43亿元，近三年复合增长率为26.65%，担保业务规模持续增长。

截至2019年12月31日，兴农担保资产总额为211.42亿元，所有者权益为97.84亿元；2019年度，兴农担保实现营业总收入10.46亿元，利润总额3.06亿元。截至2019年末，兴农担保融资担保责任余额为539.28亿元。

表19 兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91
利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	3,720,122.44	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	177,097.75	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	5.51	4.89	3.84
当期担保代偿率	8.20%	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	35.20%	28.75%	17.38%

注：1、2017年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；

2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

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、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2017年1月1日至报告查询日（2021年1月18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）或有事项分析

截至2020年9月末，公司对外担保总额为88.93亿元，占同期所有者权益的166.72%。

被担保对象均为延安市地方国有企业，公司对外担保金额较大且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表20 截至2020年9月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额
延安城市建设投资（集团）有限责任公司	69.13
延安市新区综合服务有限责任公司	2.35
延安市裕鑫塑业有限责任公司	0.34
延安新区市政公用有限公司	14.50
延安南泥湾开发区发展（集团）有限公司	0.67
延安旅游（集团）有限公司	1.95
合计	88.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	240,167.25	64,773.15	126,964.70	62,421.23
存货	1,096,101.63	1,098,736.48	1,027,840.51	1,185,490.88
总资产	1,787,042.58	1,561,784.43	1,471,840.72	1,479,690.76
短期借款	102,555.00	79,050.00	15,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	276,579.94	193,978.87	88,800.00	200,800.00
长期借款	232,844.24	202,787.24	221,723.78	152,167.12
应付债券	171,664.57	80,000.00	103,733.33	103,733.33
长期应付款	56,331.50	64,663.00	43,922.65	44,600.00
其他非流动负债	543,595.46	142,272.34	315,477.00	280,035.00
总负债	1,253,642.74	1,037,329.26	965,221.80	998,579.39
有息债务	919,901.63	762,751.45	788,656.76	781,335.45
所有者权益	533,399.84	524,455.17	506,618.92	481,111.37
营业收入	76,445.58	166,935.28	253,538.92	220,165.63
其他收益	8,562.84	15,008.68	18,000.00	20,000.00
营业利润	5,181.36	6,462.26	9,361.06	7,398.38
利润总额	5,141.67	6,362.20	6,108.38	5,770.81
经营活动产生的现金流量净额	-15,406.34	-175,154.16	163,673.32	-179,384.59
投资活动产生的现金流量净额	-1,090.84	-1,443.18	-22,799.76	-2,623.35
筹资活动产生的现金流量净额	193,724.27	60,908.44	-76,350.10	151,524.50
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	1.29%	0.47%	1.01%	-3.94%
收现比	0.83	0.97	0.33	0.76
产权比率	235.03%	197.79%	190.52%	207.56%
资产负债率	70.15%	66.42%	65.58%	67.49%
现金短期债务比	0.63	0.24	1.22	0.31
EBITDA（万元）	-	11,177.31	11,537.13	10,721.38
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.33	0.19
有息债务/EBITDA	-	68.24	68.36	72.88

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(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%
产权比率	负债总额/所有者权益×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
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
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)
现金类资产	货币资金+应收票据+交易性金融资产
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。