



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）2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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）2022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 01/17 资兴城投 01	AA+	AA+
PR 资城 02/17 资兴城投 02	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 资城 01/17 资兴城投 01”、“PR 资城 02/17 资兴城投 02”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供良好基础；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，且面临一定的或有负债等风险因素。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 01/17 资兴城投 01”和“PR 资城 02/17 资兴城投 02”的信用水平。

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。

评级日期

2022 年 6 月 14 日

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗华
liushh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	122.78	114.99	113.07
所有者权益	71.17	70.18	67.65
总债务	49.19	40.70	41.48
资产负债率	42.03%	38.97%	40.17%
现金短期债务比	0.72	0.92	1.75
营业收入	6.89	7.28	7.30
其他收益	1.28	1.40	1.19
利润总额	1.08	1.03	1.01
销售毛利率	15.10%	15.32%	17.57%
EBITDA	2.30	2.26	2.33
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.96	1.06
经营活动现金流净额	-1.73	-2.52	-3.83
收现比	65.06%	59.51%	73.54%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **公司外部环境较好。**资兴市具有较好的地理位置及区域资源禀赋优势，经济发展水平较好，近年开展产业转型，重点发展新材料、新能源、大数据、电子信息等新型产业，2021 年财力小幅提升，为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务持续性较好。**截至 2021 年末公司主要在建项目计划总投资金额较大，业务量较为充足，且旅游、自来水业务收入具有较好可持续性。
- **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，2021 年公司持续获得较大金额的政府财政补贴。
- **瀚华担保和重庆进出口担保提供的保证担保仍能分别有效提升“PR 资城 01/17 资兴城投 01”和“PR 资城 02/17 资兴城投 02”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保和重庆进出口担保主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能分别有效提升“PR 资城 01/17 资兴城投 01”和“PR 资城 02/17 资兴城投 02”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年末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大部分资产使用受限。
- **公司存在较大的资金支出压力。**截至 2021 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。
- **公司存在较大的债务压力。**公司总债务规模持续攀升，且现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数下滑，存在较大的债务压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2021 年末公司对外担保余额较大，担保对象均为国企，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	6
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa



调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-29	蒋申、张涛	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2021-6-29	蒋申、张涛	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2021-3-22	杨慧、桑竹	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2017-9-6	刘佳龄、钟继鑫	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2017-3-9	钟继鑫、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
PR 资城 01/17 资兴城投 01	8.00	3.20	2021-6-29	2024-5-3
PR 资城 02/17 资兴城投 02	5.00	3.00	2021-6-29	2024-9-26



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

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01/17资兴城投01”，于2017年9月26日公开发行7年期5亿元“PR资城02/17资兴城投02”。“PR资城01/17资兴城投01”和“PR资城02/17资兴城投02”两期债券募集资金合计13亿元，其中7.8亿元募集资金计划用于资兴市城市供水设施改扩建工程项目项目，5.2亿元募集资金计划用于补充营运资金。截至2022年4月30日，“PR资城01/17资兴城投01”募集资金已按照约定用途使用完毕，因“PR资城01/17资兴城投01”募集资金与“21资城01/21资兴城投01”共用同一个募集资金账户，账户剩余资金为“21资城01/21资兴城投01”募集资金余额；“PR资城02/17资兴城投02”募集资金专项账户余额为23.50万元。

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。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为33,000.00万元，控股股东和实际控制人均为资兴市投融资服务中心。公司股权结构图见附录二。

公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，主要从事城市基础设施建设、土地开发整理、自来水费及管道安装和旅游门票及周边销售等业务。跟踪期内，公司合并范围无变化，截至2021年末，公司共有9家子公司纳入合并报表范围，明细见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固



定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹



风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

资兴市具有较好的地理位置及区域资源禀赋优势，经济发展水平较好，近年开展产业转型，重点发展新材料、新能源、大数据、电子信息等新型产业，财力小幅提升，但财政自给能力一般，债务负担重

区位特征：资兴市位于湖南省东南部，辖内有较出名的东江湖，蓄水及旅游资源丰富，亦是国家重点林业县市之一。资兴市位于湖南省东南部，位于湘、粤、赣三省交汇处，由郴州市代管县级市。资兴市区域面积2,747平方公里，根据第七次全国人口普查结果，2020年11月资兴市常住人口32.30万人，较第六次全国人口普查结果33.73万人，人口呈流出趋势，现辖11个乡镇、2个街道和1个省级经济开发区。资兴市处于长株潭、珠三角高铁1小时经济圈，区位优势较好。

资兴是湖南省重要的林业基地、能源基地、建材基地和战略性水源保护地。全市300万亩山、30万亩水面、30万亩耕地，截至2021年末，森林覆盖率达76.2%，活立木蓄积量1,547.62万立方米。其中东江湖水面24万亩、蓄水量81.2亿立方米，是长株潭衡郴地区的“第二水资源”，也是全省“两型”社会建设的战略水资源。资兴市煤炭、建材资源丰富，是国家重点林业县市之一，除活立木储量较大外，亦有楠竹蓄量1,600万根；煤炭储量3亿吨，年产量300万吨，水泥年生产能力300万吨。此外，资兴市旅游资源丰富，是湖南省文化旅游产业重点县，为“2021中国旅游百强县市”，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，2018-2020年资兴市分别接待游客1,410.36万人次、1,780.09万人次和1,434.79万人次。

经济发展水平：资兴市经济总量在郴州市11个区县中排名第3，第二产业带动下经济稳步增长，区域经济发展水平较好。近年资兴市地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的9.0:53.5:37.5调整为2021年的10.0:54.1:35.9，经济结构以第二产业为主，其中增速较高的战略性新兴产业和六大高耗能工业，增速分别为39.1%和30.85%。2021年资兴市人均GDP为112,254元，是同期全国人均GDP的138.63%。2021年资兴市GDP达361.8亿元，经济体量在郴州市“两区、一市（资兴）、八县”中排名第三，同比增速为8.8%，略高于全国增速。近年固定资产投资总体持续增长，2021年资兴市固定资产投资增速达10.0%，其中第二产业投资增速达50.5%，社会消费品零售总额波动较大，2021年社会消费品零售总额同比大增，主要受上年低基数影响。此外，近年资兴市进出口总额持续增长，近三年增速保持30%以上。

表1 2021年郴州市区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	工业增加值	一般公共预算收入	政府性 基金收入
北湖区	453.87	9.80%	7.88	80.76	11.32	11.18
桂阳县	413.13	8.80%	5.83	-	18.66	-
资兴市	361.8	8.80%	11.23	170.41	17.72	9.84
苏仙区	355.2	9.00%	8.14	-	10.26	6.75
永兴县	347.8	9.30%	6.47	-	16.02	9.87
宜章县	242.18	8.80%	4.26	-	14.68	-
临武县	163.7	9.00%	5.07	-	12.19	14.52
嘉禾县	157.5	8.90%	4.59	-	8.32	8.62
安仁县	124.3	8.00%	3.54	-	7.3	-
汝城县	100.06	8.20%	2.91	-	8.92	12.22
桂东县	50.53	8.20%	3.14	-	2.66	7.87

注：1）宜章县、嘉禾县、临武县人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据 567,970 人、343,169 人、322,987 人计算；

2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 资兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	361.8	8.8%	326.83	3.7%	319.41	8.0%
固定资产投资	-	10.0%	-	7.8%	-	11.6%
社会消费品零售总额	64.63	14.8%	56.33	-2.0%	91.37	10.7%
进出口总额	13.46	39.9%	9.62	30.5%	7.19	33.7%
人均 GDP（元）		112,254		101,189		90,613
人均 GDP/全国人均 GDP		138.63%		139.67%		127.82%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：资兴市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：资兴市自然资源较为丰富，近年新材料、新能源、大数据、电子信息为其重点发展产业。依托境内东江湖，资兴市拥有较为丰富的自然资源，基本形成了以东江湖鱼、东江湖果、东江湖茶、东江湖菜四大品类为代表的农产品体系，同时作为5A级旅游景区，带动当地旅游行业发展。

资兴市凭借其丰富的煤炭、矿产资源，形成了原以资源型为主的经济结构，由于附加值不高、污染性较大，近年资兴市推动工业向“绿色经济”转型，重点发展新材料、新能源、大数据、电子信息为代表的新兴产业。另外，资兴市优化开放型经济格局，近年引进华润电力、青岛啤酒、杉杉新材料、浪潮集团、旗滨集团等一批上市公司和国内知名品牌企业。此外，依托大储量、高品位的硅石矿源优势，近年资兴市大力发展硅材料产业，在资兴经济开发区资五产业园、州门司镇横丘、州门司镇黄旗洞分别规划了产业园，重点发展硅砂、硅微粉和高纯度硅基材料、硅胶制品、光伏玻璃、石英石板材、硅合金、电子显示屏、化妆品等高端产品材料并形成产业链条，已引进了郴州旗滨光伏光电玻璃、旗滨医药材料科技、长星新材料、赛力珑新材料等硅材料生产制造企业。2021年全市工业增加值170.41亿元，同比增长



8.6%，工业发展势头较好。

财政及债务水平：资兴市财力小幅提升，财政自给能力一般，债务负担重。2021 年资兴市预计实现一般公共预算收入 17.72 亿元，同比增长 3.99%，财力小幅提升。其中税收收入 12.4 亿元，地方税比 69.98%，财力质量尚可。2021 年资兴市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 42.47%，财政自给能力一般。近年资兴市政府性基金收入波动大，2020 年大幅增长主要得益于平台公司一次性国有土地使用权出让收入大。2021 年资兴市地方政府债务余额为 69.3 亿元，近年债务规模持续扩张，债务负担重。

表3 资兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	17.72	17.04	16.71
税收收入占比	69.98%	62.15%	61.34%
财政自给率	42.47%	38.20%	39.28%
政府性基金收入	9.84	19.59	10.96
地方政府债务余额	69.3	64.79	55.54

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：资兴市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算（草案）报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，资兴市主要城投平台有 2 家，资兴市城市建设投资有限责任公司主要负责资兴市市政基础设施建设、土地开发整理，资兴市成诚投资有限公司业务集中在资兴经开区。

表4 资兴市主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
资兴市城市建设投资有限责任公司	资兴市投融资服务中心	71.17	42.03%	6.89	49.19	资兴市市政基础设施建设、土地开发整理主体
资兴市成诚投资有限公司	资兴市投融资服务中心	73.70	32.33%	4.33	29.64	资兴经开区内唯一的综合性投资、建设、运营和管理主体

注：财务数据为 2021 年末/2021 年度。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，主要业务包括工程代建、旅游门票及周边销售和自来水费及管道安装等。2020-2021年公司分别实现营业收入7.28亿元和6.89亿元，收入金额小幅下降；毛利率方面，2020-2021年分别为15.32%和15.10%，同比有所下降主要系疫情影响旅游相关业务毛利率持续下滑。



表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施建设工程收入	56,919.53	16.67%	60,668.41	16.67%
土地开发整理收入	3,035.23	16.67%	3,154.43	16.67%
旅游门票及周边收入	4,053.27	-19.69%	4,609.19	-9.01%
自来水费及管道安装收入	4,634.39	21.43%	4,040.16	19.94%
其他业务	299.61	74.18%	353.31	36.75%
合计	68,942.03	15.10%	72,825.50	15.32%

资料来源：公司 2020-2021 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，未来收入存在一定波动性

公司承建市政基础设施建设工程项目为代建模式，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，在项目建设期内由资兴市财政投资评审中心（现资兴市财政事务中心）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。

2020-2021年公司确认的市政基础设施建设工程收入分别为6.07亿元和5.69亿元，收入规模有所波动，主要受公司在建项目进度和政府结算安排影响。其中主要确认基础设施代建收入的项目为东环路、资兴市中小学改扩建等，具体情况见下表所示。因公司按照年度投资成本加成20%确认当期收入，市政基础设施建设工程毛利率无变化。

表6 2021 年市政基础设施建设工程确认收入的项目（单位：万元）

项目	代建成本	结算收入
北乡片农村安全饮水项目	10,335.58	12,402.70
兴宁新型城镇化项目	5,233.53	6,280.24
矿工南路凤凰路提质改造项目	4,453.92	5,344.71
资兴市中小学改扩建项目	3,435.71	4,122.85
江北路网/东江湾风光带项目	2,204.07	2,644.88
东环路项目	2,161.76	2,594.12
东江湾大桥项目	1,908.30	2,289.96
青鲁湖公园项目	1,748.16	2,097.79
东江文体中心项目	1,744.56	2,093.47
原方舟化工污染场地治理工程项目	1,693.66	2,032.39
资兴大道项目	1,554.91	1,865.89
农村综合服务平台项目	1,399.19	1,679.03
资兴市 2019 年农村生活污水治理示范项目	1,375.95	1,651.14



资兴大道北延段道路建设一期工程项目	1,218.58	1,462.29
零星项目	6,965.07	8,358.08
合计	47,432.94	56,919.53

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，毛利率稳定。2020-2021年公司实现土地开发整理收入分别为0.32亿元和0.30亿元，规模不大，受当地土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理业务存在一定波动性。

表7 2021 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	1,665.94	1,999.12
中央下放棚改项目	863.42	1,036.11
合计	2,529.36	3,035.23

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021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21.59亿元，随着项目逐渐完工结算，未来短期内收入来源有较好保障。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15.64亿元，公司存在较大的资金压力。

资兴市城市供水设施改扩建工程项目为“PR资城01/17资兴城投01”与“PR资城02/17资兴城投02”募投项目，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%，累计已确认代建收入1,523.87万元。截至2021年末募投项目的引水工程、东江水厂提质改造、东江湾北岸木根桥水厂、宝源水厂已基本完工并投入试运营阶段，剩余部分仍在建设中，由于2018年资兴市政府将资兴市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）股权划入公司，原定财政转付的供水净收益未实施，公司与自来水公司关于募投项目的后续实现收益方式仍未确定，未来募投项目收益是否能达预期仍存在较大不确定性。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01/21资兴城投01”募投项目，建设进度低于预期，其总建设期两年（2020年10月-2022年10月），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；截至2021年末募投项目已投资50,223.00万元，但“21资城01/21资兴城投01”募投项目建设进度受资金到位及施工情况影响仍存在一定的不确定性；进入运营期后，项目运营及收费情况是否达到预期，受机架租用单位需求、宽带售价及当地经济发展情况等影响亦存在一定不确定性。

表8 截至 2021 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资（预算）	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	50,223.00
资兴市城市供水设施改扩建项目	134,141.00	90,974.45
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	30,114.00	14,127.16
资兴市中小学改扩建	20,000.00	24,224.57



东环路	19,000.00	29,021.37
东江湾大桥	14,849.00	14,339.14
资兴大道	12,000.00	5,684.06
资兴市农村综合服务平台	9,500.00	14,406.05
青鲁湖公园	4,800.00	5,257.94
矿工南路凤凰路提质改造	3,000.00	9,978.79
合计	388,049.42	215,925.64

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

公司旅游相关业务主要由子公司资兴市文化旅游投资发展有限公司和湖南东江湖旅游发展有限公司负责。目前公司主要经营景区为国家AAAAA级东江湖风景旅游区。旅游相关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。2020-2021年旅游相关业务确认收入分别为0.46亿元、0.41亿元，收入规模较上年有所下降，主要系2020年以来因疫情影响，景区限流开放，接待旅游人数有所减少。毛利率方面，2020-2021年毛利率持续下降，主要系收入持续下降但员工薪酬、景区资产折旧及摊销等固定成本开支仍较大。

公司自来水相关业务主要由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，目前资兴自来水公司名下有木银桥、东江、兴宁三个水厂。自来水相关业务主要是由水费收入和排水管道等设备安装收入构成。2020-2021年自来水相关业务确认收入分别为0.40亿元、0.46亿元，收入规模较上年小幅增长，主要系官网漏损率有所改善，售水量增长。此外，由于资兴市城市供水设施改扩建工程项目部分资金用于水厂对应片区的管网改扩建工程，其不能直接产生经济效益，且资兴市人口第七次全国人口普查结果较第六次全国人口普查小幅净流出，导致自来水业务收入规模变动较小（并低于“PR资城01/17资兴城投01”与“PR资城02/17资兴城投02”募投项目预期）；同期毛利率分别为19.94%、21.43%，主要系当期相对毛利率较高的管道安装收入占比提升所致。

表9 2020-2021年资兴自来水公司供水情况

项目	2021年	2020年
综合供水生产能力（万吨/日）	6.88	6.72
供水总量（万吨）	2,068.82	1,988.12
其中：售水总量（万吨）	1,441.97	1,336.41
管网漏损率（%）	30.30	32.78
服务面积（万平方米）	957.2	916.22
供水户数（万户）	2.65	2.42
管网长度（千米）	248.15	229.52
主要水厂数量（个）	3	3

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



公司持续获得了当地政府的较大支持，有效的提升了公司的利润水平

公司作为资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，持续获得资兴市政府较大支持。根据《关于给予资兴市城市建设投资有限责任公司及其子公司财政补贴的通知（资财函[2022]4号）》等文件，2021年公司合计收到政府补助1.32亿元，以加大当地基础设施建设的投入和促进当地经济建设发展水平，并有效提高了公司的利润水平。

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审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2021年合并报表范围无变化，子公司共9家，明细见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但存货和其他应收账款占用资金规模较大，整体资产流动性较弱

近年来公司资产持续增长，2021年末公司资产总额小幅增长至122.78亿元，从资产结构来看，公司资产以应收款项（应收账款+其他应收款）和存货为主，近年流动资产占总资产比重均在68%左右。

公司货币资金主要为银行存款，2021年末公司货币资金账面余额6.53亿元，其中1.40亿元承兑汇票保证金和10.35万元旅行社质量保证金使用权受限。

公司的应收账款主要为应收资兴市财政局代建工程款，其他应收款主要为应收的往来款，应收对象主要为政府及行政事业单位；随着公司业务规模的扩大，近年来公司应收账款增长较快，2021年末公司应收账款中应收资兴市财政局工程及土地整理款余额占比达99.89%，该部分均未计提坏账准备，款项回收时间存在不确定性。2021年公司其他应收款规模较上年有所增长，2021年末其他应收款中资金往来款账面余额占比达98.22%，前五大其他应收款欠款方余额占比90.49%，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、资兴东江湾置业有限公司、资兴市城市建设市政工程有限公司、资兴东江湖水上旅游客运有限责任公司（国有参股企业）等，除资兴东江湖水上旅游客运有限责任公司外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。

公司存货主要为土地资产和代建项目及土地整理成本，2021年末公司存货账面价值小幅下降，主要系代建工程财政结算规模增长所致。2021年末，存货中土地资产账面价值38.38亿元，其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21.51亿元，占土地总资产的56.04%。



表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.53	5.31%	5.41	4.71%
应收账款	16.94	13.80%	14.64	12.73%
其他应收款	15.13	12.32%	11.21	9.75%
存货	44.10	35.91%	47.11	40.97%
流动资产合计	83.49	68.00%	78.66	68.41%
投资性房地产	10.95	8.92%	0.00	0.00%
固定资产	10.37	8.44%	10.62	9.23%
其他非流动资产	7.34	5.98%	16.54	14.38%
非流动资产合计	39.29	32.00%	36.33	31.59%
资产总计	122.78	100.00%	114.99	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司新增投资性房地产10.95亿元，采用成本计量模式，主要系2021年与资兴市财政局签订《收购资产移交确认函》，将其他非流动资产中预付资兴市投融资服务中心（原资兴市国有资产经营管理中心）的土地（均为出让用地，用途为商服）、房产（均为商品房）等部分资产办理资产过户手续移交给公司，公司后续用于出租用途，期末9.35亿元因借款及担保抵押受限。近年公司固定资产规模较为稳定，主要构成均为房屋及建筑物，2021年末抵押受限固定资产账面价值5.88亿元，2021年有所减少，主要系当年移交部分资产办理过户手续后调整至投资性房地产，由于剩余资产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，2021年末公司应收款项合计占总资产比重为26.12%，对公司营业资金形成较大占用；存货、固定资产、投资性房地产和其他非流动资产合计占总资产比重为59.25%，短期集中变现能力较弱；同时受限资产规模合计38.14亿元，占总资产比重为31.06%，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入小幅下降，回款金额受政府资金安排影响较大，且政府补助对利润贡献较大

2021年公司收入规模小幅下降，主要系代建收入（基础设施建设和土地开发整理）小幅下降和受疫情影响旅游相关业务收入规模下降；2020-2021年收现比分别为59.51%、65.06%，收现比均较低，回款金额受政府资金安排影响较大。

2021年公司综合毛利率小幅下降，主要系受疫情影响旅游相关业务毛利率持续下滑。政府补助方面，2021年公司收到政府补贴1.32亿元，超过当期利润总额100.00%，政府补助对公司利润贡献较大。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
------	--------	--------

收现比	65.06%	59.51%
营业收入	6.89	7.28
营业利润	1.05	1.00
其他收益	1.28	1.40
利润总额	1.08	1.03
销售毛利率	15.10%	15.32%

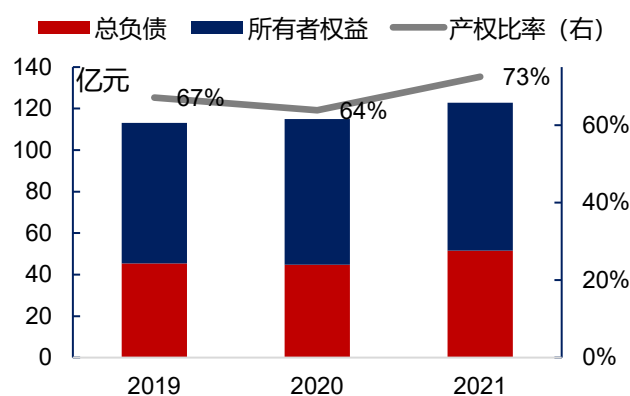
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模波动攀升，存在较大的债务压力

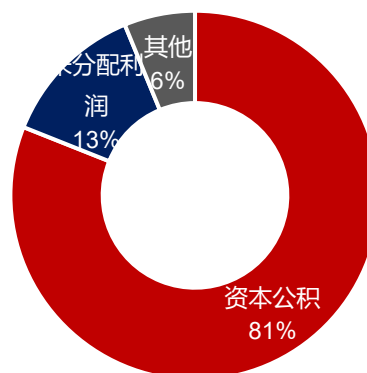
近年公司总负债波动攀升，2021年末总负债达51.60亿元，主要系公司新发行债券和借款增加所致，与此同时所有者权益对负债的覆盖程度亦有所下降，2021年末公司产权比率攀升至72.50%。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司短期借款0.40亿元，由抵押借款、保证借款、质押及保证借款构成。2021年末应付票据大幅增长至2.90亿元，均为商业承兑汇票。2021年末其他应付款主要系资金往来款（59.05%）和代收代付款（36.83%）构成，主要系应付资兴市泰鑫创业投资有限公司（当地国企）、资兴市煤矿棚户区协调指挥部、湖南煤业集团棚户区、资兴市慈善总会等款项。2021年末一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、长期应付款、应付利息、和应付债券（PR资城01/17资兴城投01、PR资城02/17资兴城投02）构成。

2021年末长期借款规模24.12亿元，系农发行、国开行、工商银行的抵质押和保证借款。2021年末应付债券余额增长系2021年4月公司新发行9.00亿元21资城01/21资兴城投01。2021年末长期应付款2.44亿元，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12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

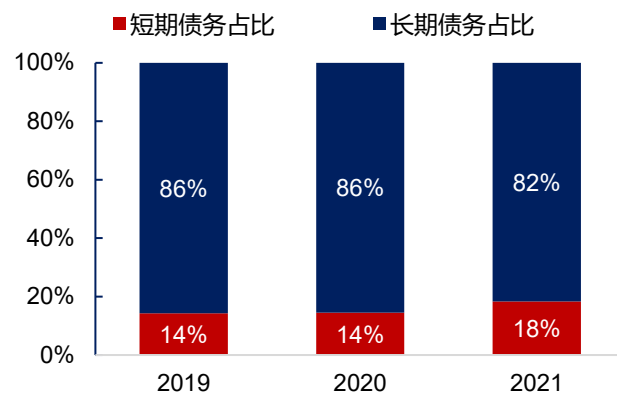
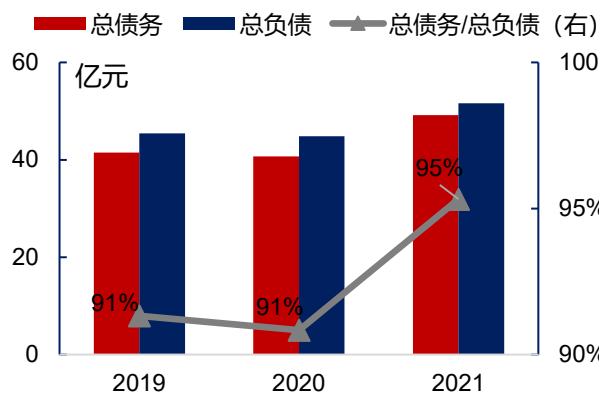
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.40	0.78%	0.15	0.33%
应付票据	2.90	5.62%	0.30	0.67%
其他应付款	1.76	3.41%	3.02	6.75%
一年内到期的非流动负债	5.73	11.10%	5.44	12.13%
流动负债合计	11.42	22.12%	9.99	22.30%
长期借款	24.12	46.75%	24.66	55.04%
应付债券	13.60	26.35%	7.57	16.89%
长期应付款	2.44	4.72%	2.59	5.77%
非流动负债合计	40.19	77.88%	34.82	77.70%
负债合计	51.60	100.00%	44.81	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 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。2021年末总债务达49.19亿元，占总负债的比重为95.32%，公司偿债压力较大。从债务结构来看，公司的债务期限结构偏长期，但短期债务占比有所提升。

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 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末公司资产负债率增长为42.03%，主要系新增借款较多和发行债券。随着利息支出的增加，公司EBITDA利息保障倍数2021年末降至0.99，EBITDA对有息债务本息的保障程度趋弱。随着短期债务的增长，2021年末公司现金短期债务比降至0.72，保障能力有所下降。总体来看，公司债务压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	42.03%	38.97%
现金短期债务比	0.72	0.92



EBITDA 利息保障倍数

0.99

0.96

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月12日），公司本部与子公司资兴市农泉投资有限责任公司、开元（资兴）投资有限公司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；公司本部各项公开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2021年末，公司对外担保余额合计223,349.00万元，占期末所有者权益的比重为18.19%，被担保方均为当地国企，主要系资兴市成诚投资有限公司（余额占比79.25%）。整体来看，公司对外担保余额较大且均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
资兴市畅兴交通建设发展有限责任公司	6,999.00	2323-4-13	否
资兴市成诚投资有限公司	44,000.00	2030-3-26	否
资兴市成诚投资有限公司	10,000.00	2035-6-22	否
资兴市成诚投资有限公司	39,000.00	2034-12-24	否
资兴市成诚投资有限公司	4,000.00	2022-11-5	否
资兴市城市建设市政工程有限公司	5,000.00	2023-3-26	否
资兴兴泰建设有限责任公司	19,500.00	2026-12-10	否
资兴市成诚投资有限公司	80,000.00	2027-11-20	否
湖南省棚户区改造投资有限公司	14,850.00	2041-3-30	否
合计	223,349.00		-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司主要从事资兴市内的基础设施和土地开发整理等业务。随着项目持续投入和自建项目的投产，未来可持续获得工程代建收入、机架出租收入、代理宽带销售差价收入、水费收入等，此外旅游、自来水业务收入也可对公司收入形成一定补充。

但中证鹏元也关注到，公司资产以应收款项、存货为主，其应收款项占用公司较大规模资金，回收时间具有不确定性，存货中大部分土地资产已用于抵押，公司资产整体流动性偏弱。公司主要在建项目

后续尚需较多资金投入，公司存在较大的资金压力。公司近年总债务规模持续增加，现金资产对短期债务的覆盖能力较弱，公司存在较大的债务压力。

考虑到作为资兴市重要的基础设施建设主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司抗风险能力较强。

九、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01/17资兴城投01”的信用水平

“PR资城01/17资兴城投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01/17资兴城投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01/17资兴城投01”存续期及债券到期之日起二年。

瀚华担保成立于2009年8月，由瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）等6名法人投资者和19位自然人投资者发起成立，初始注册资本10.00亿元。后经增资和未分配利润转增股本，截至2012年末，瀚华担保注册资本增加至20.96亿元。2013年瀚华担保股权结构发生变更，原股东重庆惠泰投资有限公司等28名股东将其持有的公司股份全部转让给瀚华金控，同年经重庆市金融工作办公室（现重庆市地方金融监督管理局）批准，现有股东按同比例增资，注册资本及实收资本从20.96亿元增加到30.00亿元。2014年，经瀚华金控和重庆惠微投资有限公司分别注资49,950.00万元和50.00万元，瀚华担保注册资本增加至35.00亿元。截至2021年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，因瀚华金控股股权相对分散，瀚华担保无实际控制人。

表15 截至2021年末瀚华担保股权结构（单位：万元）

股东名称	投资额	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%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，近年来持续下降，从结构上来看，收入主要来自担保业务、利息收入和手续费及佣金收入，其中已赚担保费占比为73.25%。

瀚华担保的利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、债权投资利息收入，2021年瀚华担保实现利息收入8,881.55万元。手续费及佣金收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用；投资收益主要来自瀚华担保持有的非标准化金融产品带来的收益；其他业务收入主要为租金收入；其他收益来自政府补助。2021年瀚华担保处置抵债资产，产生资产处置损失453.18万元。

表16 瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	46,755.90	73.25%	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%
担保业务收入	38,865.06	60.89%	36,521.74	51.89%	43,285.91	57.70%
减：提取未到期责任准备金	-7,890.84	-12.36%	-13,371.92	-19.00%	-9,091.17	-12.12%
利息收入	8,881.55	13.91%	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%
手续费及佣金收入	4,956.23	7.76%	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%
投资收益	949.10	1.49%	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%
其他收益	1,342.31	2.10%	2,936.48	4.17%	1,802.99	2.40%
公允价值变动收益	657.34	1.03%	-1,241.33	-1.76%	-2,218.72	-2.96%
其他业务收入	742.00	1.16%	732.00	1.04%	748.10	1.00%
资产处置收益	-453.18	-0.71%	-1,989.82	-2.83%	-450.68	-0.60%
营业收入	63,831.26	100.00%	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%

资料来源：瀚华担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保业务发展战略定位于“供应链金融、资本市场融资、非融资担保即履约商业保函”三大业务发展方向。近年来瀚华担保控制融资担保新增业务量，而供应链金融模式担保和电子商业投标保函等业务则持续保持高速增长态势。截至2021年末，瀚华担保在保余额为334.69亿元；其中融资担保余额为171.28亿元，呈逐年下降趋势；非融资担保余额为163.41亿元，呈逐年增长趋势。

表17 瀚华担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	445.52	250.26	202.46
当期解除担保额	461.52	292.23	259.40
期末在保余额	334.69	350.69	392.66
其中：融资担保余额	171.28	228.74	289.07
直接融资担保余额	119.59	152.29	198.49
间接融资担保余额	51.69	76.45	90.58
非融资担保余额	163.41	121.95	103.60
融资担保责任余额	147.41	198.69	249.23
融资担保余额放大倍数	4.29	5.63	7.19
融资担保责任余额放大倍数	3.69	4.89	6.20
当期担保代偿率	1.33%	1.61%	0.77%
累计代偿回收率	49.83%	48.65%	49.02%
拨备覆盖率	290.71%	294.19%	198.61%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保直接融资担保业务客户全部为城投企业，行业集中度高。近年瀚华担保主动调整债券担保授信政策，提升了债券担保业务准入门槛，并加强反担保措施，导致新增债券担保业务量下降，叠加存



量债券担保业务逐步到期解保，直接融资担保业务规模逐年下降，截至2021年末，瀚华担保的直接融资担保余额为119.59亿元，其中前十大担保客户的担保余额合计为51.40亿元，占期末权益比例为123.63%，客户集中度较高。

瀚华担保间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小，整体客户资信实力较弱，近年瀚华担保为控制业务风险、降低对银行渠道的依赖，逐步压缩间接融资担保业务规模，截至2021年末，瀚华担保的间接融资担保余额为51.69亿元，其中建筑业、批发零售业和制造业在保余额分别为12.23亿元、8.72亿元和7.8亿元，上述行业信用风险较高，需持续关注其代偿风险。

瀚华担保非融资担保业务主要为电子投标保函和工程履约担保，履约担保围绕建筑、金融行业核心客户上下游，瀚华担保大力拓展工程履约保函担保业务，并结合建筑施工行业的运营特征，设计特定的产品，为符合一定资质要求的建筑、工程施工企业开立“投标保函、履约保函、预付款保函、采购保函”，近年瀚华担保重点拓展电子投标保函和工程履约保函，非融资担保规模快速增长，截至2021年末，瀚华担保的非融资担保余额为163.41亿元。

担保业务质量方面，2021年瀚华担保当期担保代偿额1.56亿元，当期担保代偿率为1.33%，代偿率较低，当期代偿回收额为1.10亿元，截至2021年末，瀚华担保的累计代偿回收率为49.83%，回收情况尚可，在宏观经济下行、疫情反复的影响下，需持续关注后续回收情况。

资产结构方面，截至2021年末，瀚华担保的资产总额为55.79亿元。期末货币资金为16.01亿元，其中8.16亿元因质押而受限；存出保证金规模为4.59亿元；期末应收代偿款余额为7.81亿元，已累计计提4.22亿元减值准备，期末应收代偿款净额为3.60亿元；投资资产净额为20.45亿元，包括权益工具投资2.27亿元、委托贷款及其他投资18.18亿元，其中委托贷款逾期金额为0.30亿元，瀚华担保对委托贷款已累计计提0.22亿元减值准备，需关注委托贷款面临的资金回收风险；其他资产规模为2.88亿元，包括2.05亿元抵债资产。截至2021年末，瀚华担保的I级资产为20.59亿元，占总资产扣除应收代偿款比例为39.46%，I级、II级资产之和占总资产扣除应收代偿款比例为74.58%，III级资产占总资产扣除应收代偿款比例为16.08%，三级资产占比满足监管要求。

负债及所有者权益方面，截至2021末，瀚华担保负债总额为14.21亿元，主要包括4.80亿元担保赔偿准备金、2.89亿元未到期责任准备金和4.44亿元其他负债，其他负债主要包括2.67亿元明股实债、0.89亿元债务融资和0.68亿元其他应付款。截至2021年末，瀚华担保的所有者权益合计为41.58亿元，主要包括实收资本35.00亿元和一般风险准备3.21亿元。截至2021年末，瀚华担保的融资担保责任余额放大倍数为3.69，担保业务发展空间较大。

表18 瀚华担保主要资产负债指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	16.01	25.43	25.47



存出保证金	4.59	4.45	5.40
应收代偿款	3.60	4.19	2.98
金融投资：	20.45	17.69	18.88
委托贷款	-	1.67	2.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	3.60	4.38
可供出售金融资产	-	5.27	4.42
应收款项类投资	-	7.15	7.64
交易性金融资产	2.27	-	-
债权投资	18.18	-	-
固定资产	2.40	2.49	2.58
其他资产	2.88	1.40	2.45
资产总计	55.79	60.35	61.25
存入保证金	0.42	0.64	0.92
未到期责任准备金	2.89	3.67	5.01
担保赔偿准备金	4.80	5.69	5.97
其他负债	4.44	7.56	6.64
负债合计	14.21	19.19	20.53
实收资本	35.00	35.00	35.00
一般风险准备	3.21	2.96	2.73
未分配利润	0.68	0.71	0.68
所有者权益合计	41.58	41.16	40.72

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力方面，2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，同比有所下降，主要系手续费及佣金收入下降所致。2021年瀚华担保的营业费用率为39.27%，经营效率有待提升，当期净资产收益率为4.79%，同比有所下降，在宏观经济下行、疫情反复的背景下，需持续关注担保业务、委托贷款、股权投资等业务的潜在代偿风险和违约风险对利润侵蚀的潜在可能性。

表19 瀚华担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	6.38	7.04	7.50
其中：担保业务收入	4.68	3.65	4.33
利息收入	0.89	0.97	0.81
投资收益	0.09	0.12	0.16
手续费及佣金收入	0.01	0.50	0.92
营业支出	4.04	4.62	4.44
其中：担保赔偿支出	0.89	1.18	0.58
提取担保赔偿准备金	-0.79	-0.28	0.21
业务及管理费	2.51	2.59	2.81
营业利润	2.34	2.42	3.06



利润总额	2.34	2.40	3.06
净利润	1.98	2.07	2.47
营业费用率	39.27%	36.73%	37.48%
净资产收益率	4.79%	5.06%	6.12%

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

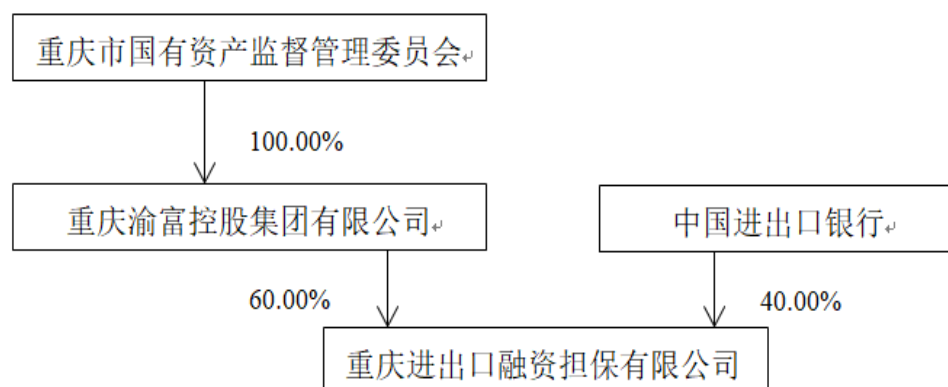
综上所述，瀚华担保的业务从传统银行渠道、单一客户零售模式向多种业务渠道拓展，目前供应链金融模式已具备一定的规模，且瀚华担保的资本实力较强，代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，瀚华担保的直接融资担保业务客户集中度较高，间接融资担保在保余额中建筑业、批发零售业和制造业占比较高，存在潜在业务风险，且部分委托贷款逾期，存在一定的资金回收风险。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR资城01/17资兴城投01”的信用水平。

重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升“PR资城02/17资兴城投02”的信用水平

“PR资城02/17资兴城投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02/17资兴城投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02/17资兴城投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经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）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，重庆进出口担保第一大股东由渝富资管变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；后历经多次增资，截至2021年末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，控股股东为渝富集团，持股比例为60%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”），股权结构如下图所示。

图5 截至2021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（投标保函、诉讼保函、履约保函等），以及财务顾问等业务。重庆进出口担保营业收入主要来源于担保费收入、



利息收入和投资收益，2019-2021年分别实现营业收入5.61亿元、6.94亿元和8.53亿元，三年复合增长率达23.31%，主要系担保费收入增加所致。

表20 重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	6.80	79.72%	5.16	74.25%	3.47	61.85%
利息收入	1.62	18.99%	1.12	16.10%	1.22	21.69%
投资收益	0.04	0.47%	0.59	8.52%	0.84	15.01%
其他业务收入	0.05	0.59%	0.06	0.91%	0.07	1.20%
资产处置收益	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.08%
其他收益	0.02	0.23%	0.02	0.23%	0.01	0.17%
营业收入	8.53	100.00%	6.94	100.00%	5.61	100.00%

资料来源：重庆进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年重庆进出口担保业务规模明显增长，2020年当期担保发生额同比增加了280.47%。2021年1-6月担保发生额为337.65亿元，相当于2020年全年担保发生额的97.03%。融资担保放大倍数方面，2019-2020年末及2021年6月末重庆进出口担保的融资担保放大倍数分别为8.19、7.61和8.04，维持在较高水平，未来存在一定的资本补充压力。

表21 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年 1-6 月	2020 年	2019 年
当期担保发生额	337.65	347.99	91.46
当期解除担保额	318.91	358.02	79.36
期末融资担保余额	337.86	314.81	337.81
其中：间接融资担保	192.63	137.01	34.24
直接融资担保	145.23	177.80	303.57
非融资担保	15.62	19.93	6.96
期末融资担保责任余额	316.03	290.28	300.93
非融资担保余额	15.62	19.93	6.96
融资担保放大倍数	8.04	7.61	8.19
当期担保代偿项目数	2	4	2
当期担保代偿额	1.40	1.46	1.30
当期担保代偿率	0.44%	0.41%	1.63%
累计担保代偿额	19.75	18.36	16.90
累计担保代偿率	1.47%	1.79%	2.54%
累计代偿回收额	11.73	10.63	8.82
累计代偿回收率	59.40%	57.90%	52.18%
担保风险准备金	22.27	20.49	17.37
其中：担保赔偿准备	20.36	18.58	15.66
一般风险准备	1.91	1.91	1.72



拨备覆盖率	670.78%	595.64%	416.55%
-------	---------	---------	---------

资料来源：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，重庆进出口担保的在保项目绝大部分为企业债，2020年来业务结构调整，债券担保业务规模有所缩减，截至2021年6月末直接融资担保余额较上年末下降了18.32%。直接融资担保业务客户主要分布在重庆、山东、湖北、湖南和四川等地，截至2021年6月末，直接融资担保前十大客户合计在保余额为69.26亿元，相当于同期末权益总额的175.90%。整体来看，债券担保业务单笔项目规模较大，客户集中度较高。重庆进出口担保的担保债券发行主体主要为城投类企业，发行人主体信用级别通常在AA-及以上，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，政府信用与城投类企业信用分离，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，主要为银行传统贷款担保、金融科技类贷款担保等，其中金融科技类贷款担保占比超过60%。截至2021年6月末，重庆进出口担保的间接融资担保余额为192.63亿元，较2019年末大幅增加了462.59%，主要是2020年以来重庆进出口担保加快标准化产品担保业务的推广，该类项目单户授信额度较小，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，担保业务收费标准在1%-3%。从借款类担保的客户分布来看，截至2021年6月末前十大借款类担保客户主要为城投类企业或地方国有企业，担保余额为27.06亿元，相当于同期末所有者权益的68.70%，客户集中度较高。

非融资担保业务方面，重庆进出口担保的非融资担保类产品主要是投标保函、工程履约类保函和诉讼保函等，2020年非融资担保规模保持增长，2020年末非融资担保业务在保余额为19.93亿元，同比增长186.35%。截至2021年6月末，非融资担保余额为15.62亿元。

担保业务质量方面，2020年重庆进出口担保代偿规模小幅上升，2020年共发生4个项目代偿，以贷款担保业务为主，代偿金额合计1.46亿元，同比增加12.31%；2021年1-6月，共发生2个项目代偿，代偿金额合计1.40亿元，其中，1个为传统担保项目，1个为批量产品。2020年及2021年1-6月当期担保代偿率分别为0.41%和0.44%，受债券业务解保较多，代偿率较2019年有所下降，但小而分散的贷款担保业务增长较快，未来需关注其代偿风险。截至2021年6月末，累计代偿回收率为59.40%，较2019年末上升7.22个百分点，主要是通过诉讼、债权出售等措施进行代偿回收。

资产结构方面，截至2021年末，重庆进出口担保的资产总额为66.52亿元，较2019年末增加7.78%。截至2021年末重庆进出口担保货币资金为22.77亿元，较上年末下降8.53%，其中受限货币资金7.46亿元，占总资产的比例为11.21%。截至2021年末，债权投资账面价值为26.45亿元，主要为信托产品和债券投资，占总资产的比例为39.76%。从三类资产占比情况来看，截至2021年6月末，重庆进出口担保本部I级资产、II级资产和III级资产占（总资产-应收代偿款）的比例分别为44.25%、27.18%和28.57%，整体符合监管要求。总体来看，重庆进出口担保资产以货币资金和固定收益证券投资为主，现金类资产较为充足，但应关注应收代偿款的回收情况。



负债和所有者权益方面，截至2021年末重庆进出口担保的负债总额为25.84亿元，主要包括担保赔偿准备金22.60亿元、预收保费1.98亿元和存入保证金1.32亿元，占比分别为87.46%、7.66%和5.11%。截至2021年末，重庆进出口担保所有者权益为40.68亿元，同比增长6.02%，其中实收资本仍为30.00亿元。截至2021年6月末，融资担保责任余额为316.03亿元，融资担保责任余额放大倍数为8.04，处于较高水平。

盈利能力方面，重庆进出口担保的营业收入主要来源于担保业务的担保费收入、银行存款业务的利息收入和投资业务的投资收益。2021年重庆进出口担保实现营业收入8.53亿元，同比增长22.91%，其中2021年重庆进出口担保实现担保费收入7.04亿元，同比增长35.65%。利息收入主要来自银行存款和保理业务利息收入，2021年利息收入同比增长45.12%。重庆进出口担保的投资收益主要来自信托计划在持有期间产生的收益，2021年实现投资收益0.04亿元，同比大幅减少，主要系原计入该科目的债券投资收益调整至利息收入所致。2021年营业支出较上年同比增加18.17%，主要系提取的担保赔偿准备和业务管理费增加所致。受担保业务收入增加的影响，2021年分别实现利润总额和净利润3.26亿元和2.76亿元，同比分别增加了35.83%和35.96%，带动净资产收益率上升至6.98%。

表22 重庆进出口担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	8.53	6.94	5.61
其中：已赚担保费	6.80	5.16	3.47
利息收入	1.62	1.12	1.21
投资收益	0.04	0.59	0.84
营业支出	5.25	4.45	3.50
其中：提取担保赔偿准备金	3.11	2.93	2.16
业务及管理费	1.48	1.08	0.92
营业利润	3.27	2.50	2.11
利润总额	3.26	2.40	2.06
净利润	2.76	2.03	1.74
净资产收益率	6.98%	5.40%	4.83%

资料来源：重庆进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，重庆进出口担保的股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆国资委，股东背景较强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予重庆进出口担保较大力度的支持。

综上，重庆进出口担保股东背景和资本实力较强，同时各项风险准备金计提较为充分，I 级资产占比高，资产流动性整体较好。同时中证鹏元也关注到重庆进出口担保间接融资担保业务规模增幅较大，未来需关注其代偿风险，且直接融资担保业务和投资业务行业集中度较高，应收代偿款规模较大，融资担保放大倍数较高，业务增长受到一定制约等风险因素。经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体信



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02/17资兴城投02”的信用水平。

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“PR资城01/17资兴城投01”和“PR资城02/17资兴城投02”的信用等级为AA+。

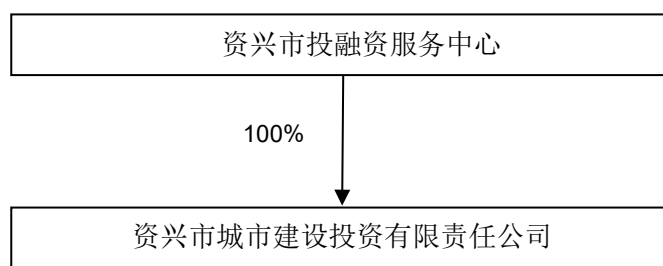


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	6.53	5.41	10.37
应收账款	16.94	14.64	11.69
其他应收款	15.13	11.21	6.68
存货	44.10	47.11	47.73
流动资产合计	83.49	78.66	77.15
投资性房地产	10.95	0.00	0.00
固定资产	10.37	10.62	10.55
其他非流动资产	7.34	16.54	16.54
非流动资产合计	39.29	36.33	35.92
资产总计	122.78	114.99	113.07
短期借款	0.40	0.15	0.01
应付票据	2.90	0.30	0.45
其他应付款	1.76	3.02	2.76
一年内到期的非流动负债	5.73	5.44	5.46
流动负债合计	11.42	9.99	9.86
长期借款	24.12	24.66	22.61
应付债券	13.60	7.57	10.08
长期应付款	2.44	2.59	2.87
非流动负债合计	40.19	34.82	35.56
负债合计	51.60	44.81	45.42
总债务	49.19	40.70	41.48
营业收入	6.89	7.28	7.30
所有者权益	71.17	70.18	67.65
营业利润	1.05	1.00	0.97
其他收益	1.28	1.40	1.19
利润总额	1.08	1.03	1.01
经营活动产生的现金流量净额	-1.73	-2.52	-3.83
投资活动产生的现金流量净额	-2.48	-0.72	-0.44
筹资活动产生的现金流量净额	4.12	-1.91	7.95
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	15.10%	15.32%	17.57%
收现比	65.06%	59.51%	73.54%
资产负债率	42.03%	38.97%	40.17%
现金短期债务比	0.72	0.92	1.75
EBITDA（亿元）	2.30	2.26	2.33
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.96	1.06

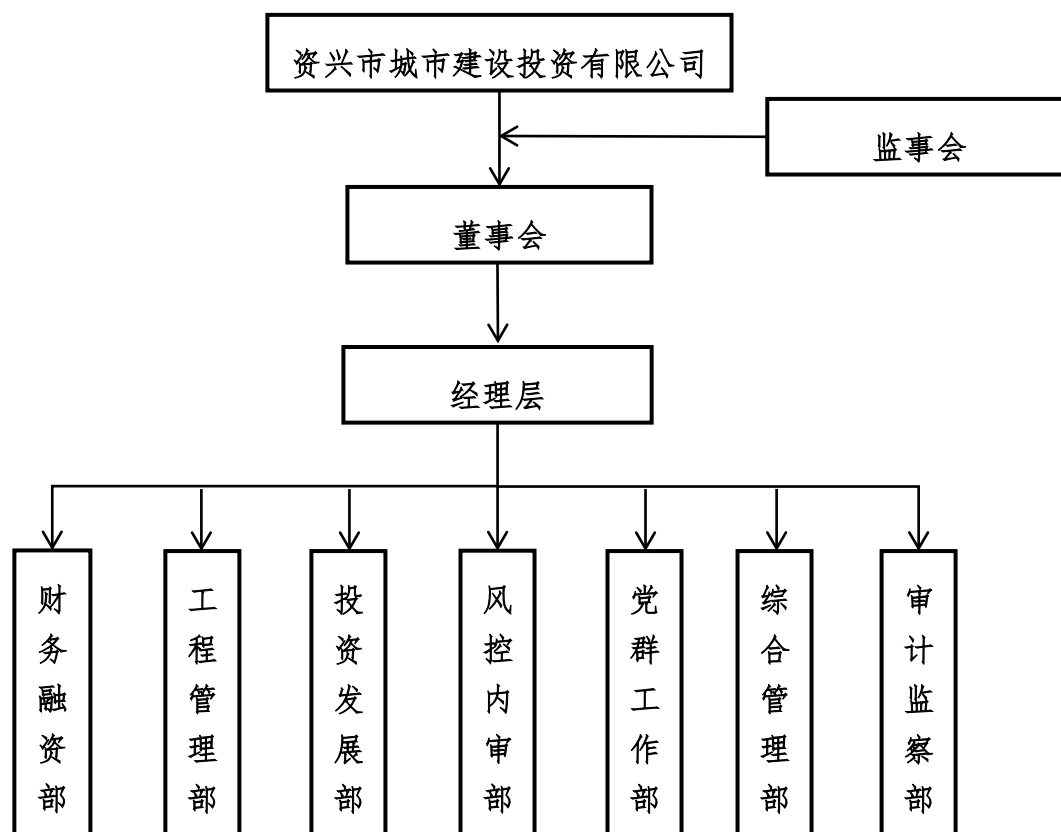
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
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
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
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
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
资兴市文化旅游投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	旅游项目开发、旅游管理服务
资兴市自来水有限公司	14,100.00	52.27%	自来水生产、供水管道安装
湖南东江湖旅游发展有限公司	5,000.00	100.00%	投资开发旅游项目、投资开发房地产
资兴东江湖安泰旅行社有限公司	35.00	68.57%	国内旅游业务、入境旅游业务等
湖南东江湖东江湾旅游开发有限责任公司	2000.00	100.00%	旅游项目开发及经营管理，水上旅客运输（东江湾区域）

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。