

信用评级公告

联合〔2022〕5199号

联合资信评估股份有限公司通过对德清县恒达建设发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持德清县恒达建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 德清债 01/20 德清 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

德清县恒达建设发展有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
德清县恒达建设发展有限公司	AA	稳定	AA	稳定
担保方-重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 德清债 01/20 德清 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 德清债 01/20 德清 01	7.60 亿元	7.60 亿元	2027/01/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“公司”）作为湖州市德清县重要的基础设施建设主体，主要承担德清县部分城区的土地开发和基础设施建设等职能，继续在资金注入和政府补贴等方面获得有力的外部支持，经营发展环境良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力较大、资金占用明显和短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着德清县的持续发展以及公司土地开发项目的持续推进，公司有望保持稳步发展。

“20 德清债 01/20 德清 01”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保对“20 德清债 01/20 德清 01”的本息偿付具有积极作用。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 德清债 01/20 德清 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 经营发展环境良好。2021 年，德清县 GDP615.5 亿元，增速 8.7%；一般公共预算收入为 83.25 亿元，同比增长 24.1%，经济及财政实力均有所增强，为公司经营发展提供了良好的外部环境。
2. 继续获得有力的外部支持。公司作为德清县重要的基础设施建设主体，继续在资金注入和政府补贴等方面获得有力的外部支持。
3. 增信措施。兴农担保为“20 德清债 01/20 德清 01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对“20 德清债 01/20 德清 01”的本息偿付具有积极作用。

关注

1. 资金支出压力较大。公司在建、拟建的基础设施建设及土地开发项目尚需投资合计 48.79 亿元，未来仍存在较大的资金支出压力。

分析师：杨廷芳 赵晓敏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **资金占用明显。**截至2021年末，公司以往来款为主的其他应收款占资产总额的25.69%，对资金占用明显。
3. **短期偿债压力较大。**截至2021年末，公司短期债务33.30亿元，占全部债务的31.27%，剔除受限货币资金后的现金短期债务比为0.38倍，短期偿债指标表现较弱。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	21.01	18.61	16.03
资产总额（亿元）	204.26	205.89	236.84
所有者权益（亿元）	76.04	79.21	96.84
短期债务（亿元）	29.75	26.40	33.30
长期债务（亿元）	90.65	89.67	73.19
全部债务（亿元）	120.40	116.07	106.49
营业收入（亿元）	9.46	9.91	11.31
利润总额（亿元）	1.28	1.16	1.57
EBITDA（亿元）	3.01	4.25	3.54
经营性净现金流（亿元）	-17.61	8.55	13.11
营业利润率（%）	7.42	1.69	6.94
净资产收益率（%）	1.61	1.44	1.43
资产负债率（%）	62.77	61.53	59.11
全部债务资本化比率（%）	61.29	59.44	52.37
流动比率（%）	466.04	463.31	297.89
经营现金流动负债比（%）	-47.24	23.30	19.85
现金短期债务比（倍）	0.71	0.70	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.58	2.55
全部债务/EBITDA（倍）	40.02	27.34	30.08
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	91.23	115.09	142.99
所有者权益（亿元）	59.08	60.25	71.71
全部债务（亿元）	27.46	44.59	47.58
营业收入（亿元）	3.21	0.72	0.77
利润总额（亿元）	2.17	1.46	1.74
资产负债率（%）	35.24	47.65	49.85
全部债务资本化比率（%）	31.73	42.53	39.89
流动比率（%）	904.41	482.58	253.51
经营现金流动负债比（%）	-203.76	-96.59	8.73

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 德清债 01/20 德清 01	AAA	AA	稳定	2021/06/25	张铖 杨廷芳	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 德清债 01/20 德清 01	AAA	AA	稳定	2020/01/03	喻宙宏 张铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

德清县恒达建设发展有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）持有公司 100.00% 股权，德清县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“德清县国资办”）为公司实际控制人。截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司 15 家。

截至 2021 年末，公司资产总额 236.84 亿元，所有者权益 96.84 亿元（少数股东权益 3.89 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 11.31 亿元，利润总额 1.57 亿元。

公司注册地址：浙江省湖州市德清县武康街道群益街 112 号西二楼；公司法定代表人：倪琰学。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 德清债 01/20 德清 01	7.60	7.60	2020/01/15	7 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“20 德清债 01/20 德清 01”募投项目德清县康乾新区安置小区一期（以下简称“募投项目”）新建工程项目计划总投资 13.76 亿元，截至 2021 年末已投资 12.25 亿元。

“20 德清债 01/20 德清 01”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019

年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺

差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府

债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳

定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范

转型。

(2) 行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动

资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,中国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2021年,德清县经济及财政实力有所增强,为公司经营发展提供了良好的外部环境。

德清县位于浙江省北部,总面积937.92平方公里,全县南接杭州、北靠环太湖经济圈,全县下辖8个镇、5个街道、1个工业区、1个产业园区、146个行政村,2021年末全县户籍人口44.3万。

根据《德清县国民经济和社会发展统计公报》,2021年,德清县实现地区生产总值(GDP)615.5亿元,按可比价格计算,德清县GDP增长8.7%。其中,第一产业增加值26.4亿元,增长2.7%;第二产业增加值355.6亿元,增长10.0%;第三产业增加值233.5亿元,增长7.6%;三次产业结构为4.3:57.8:37.9。按户籍人口计算,人均GDP为13.89万元。2021年,德清县固定资产投资增速为15.5%。全县规模以上

工业增加值同比增长12.5%。

根据《关于德清县2021年财政预算执行情况和2022年财政预算(草案)的报告》,2021年,德清县一般公共预算收入为83.25亿元,同比增长24.1%。同期,税收收入为74.14亿元,同比增长25.30%,主要系土地增值税跨周期调节入库所致。税收收入占一般公共预算收入比重为89.06%,税收收入占比高。2021年,德清县一般公共预算支出为79.98亿元,财政自给率²为104.09%。同期,受土地出让收入增加影响,德清县人民政府性基金收入为110.89亿元,同比增长23.93%。

根据《2022年1—3月德清国民经济有关统计指标一览表》,2022年1—3月,德清县实现GDP146.5亿元,按可比价计算,同比增长5.1%。根据《2022年4月份德清县财政收支情况》,2022年1—4月,德清县完成一般公共预算收入36.50亿元,同比下降6.2%;完成一般公共预算支出36.16亿元,同比增长36.7%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内,公司股东及实际控制人未发生变化。截至2021年末,公司注册资本和实收资本均为15.00亿元,德清建发为公司的唯一股东,德清县国资办为公司实际控制人。

2. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91330521797602649Q),截至2022年5月25日,公司本部已结清或未结清的信贷信息中无关注或不良类信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2022年6月22日,联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

² 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会和监事会成员变更，总经理未发生变化，具体变更情况见下表。

表 3 公司董事、监事变动情况

职务	变更前	变更后
董事	倪琰学、胡家俊、沈鑫亮	倪琰学、陆德林、章炳
监事	章炳、嵇越蛟、钟惠锋、邓绪会、程宁	郭申杰、嵇越蛟、钟惠锋、邓绪会、程宁
总经理	倪琰学	倪琰学

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司管理制度连续，无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司主营业务收入较上年有所增长，主要来源于土地开发收入的增长，受毛利率较高的土地开发收入占比提升及建材销售业务毛利率增长影响，公司综合毛利率较上年有所上升。

2021 年，公司主营业务收入较上年增长 15.43%，主要来源于土地开发收入的增长。土

地开发收入较上年增长 42.19%，主要系受当地土地出让规划影响，当年土地出让规模较大所致；建材销售业务较上年下降 24.83%，主要系公司经营策略调整，减少销售规模所致；公司新增房产销售业务，主要系安置房项目完工销售所致，规模较小。2021 年，公司调整业务板块，将原计入工程服务业务中的委托代建项目收入调整至委托代建业务中，将原工程服务业务中的工程施工及绿化养护收入和水务收入均调整至公共事业收入中，故公司委托代建业务收入较上年大幅增长，原水务收入和工程服务收入不再单独列示，新增公共事业业务板块。公司其他业务主要为租赁收入，规模较小。

2021 年，公司综合毛利率较上年提高 4.97 个百分点，主要系毛利率较高的土地开发收入占比提升及建材销售业务毛利率增长所致；建材销售业务受钢材销售价格上涨影响，毛利率有所增长；土地开发业务继续以成本加成模式进行，毛利率稳定；公共事业业务因占比较高的水务板块具有公益属性，处于亏损状态；委托代建业务毛利率较上年变化不大；2021 年其他业务受租赁业务的经营成本减少影响扭亏为盈。

表 4 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
建材销售	2.90	30.66	1.57	2.18	19.94	4.43
土地开发	2.37	25.05	16.67	3.37	30.89	16.67
委托代建	0.65	6.87	1.38	1.63	14.97	1.59
公共事业	--	--	--	2.95	27.06	-2.99
水务	2.13	22.52	-14.75	--	--	--
工程服务	1.31	13.85	23.39	--	--	--
房产销售	--	--	--	0.22	2.06	51.56
其他	0.10	1.06	-317.77	0.55	5.08	19.81
合计	9.46	100.00	2.56	10.92	100.00	7.53

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2. 业务运营

(1) 委托代建业务

2021 年，受公司将原计入工程服务业务中的代建项目收入调整至委托代建业务，委托代建业务收入大幅增长，回款情况良好，在建拟

建项目尚存一定投资规模。

公司委托代建工程业务仍主要由公司本部和子公司德清县城市投资开发有限公司负责。跟踪期内，公司委托代建业务模式延续。公司根据委托代建协议按照完工进度确认收入，待项

目完工达到可使用状态时，将项目移交至委托方，由委托方验收合格后支付结算款。

2021 年，受公司将工程服务业务中的代建项目收入调整至委托代建业务影响，委托代建业务确认收入（即回款金额）1.63 亿元，较上年大幅增长。截至 2021 年末，公司主要的在建委托代建项目为乾元新区新塘路工程项目和德清县人民医院（德清县中医院）公共卫生楼建设工程项目，项目总投资 19.16 亿元，已投资 10.25 亿元，尚需投资 8.91 亿元，成本计入“存货—开发成本”；公司拟建项目为钟管镇产业创新配套设施建设和钟管镇产业创新配套设施建设等 4 个项目，项目总投资 9.24 亿元。

（2）土地开发业务

公司土地开发业务回款情况良好，整理完成待出让土地规模较大，在开发项目未来仍需较大规模的资金投入。

跟踪期内，公司土地开发业务模式延续，仍由本部及相关子公司负责。公司土地一级开发工作完成达到出让条件后，移交至德清县自然资源和规划局，待土地实现出让后，由公司按照土地开发成本加成 20.00% 确认收入并以此作为结算款与德清县财政局进行结算。

2021 年，公司土地开发业务确认收入 3.37 亿元，并已全部实现回款。截至 2021 年末，公司已整理完成但尚未出让的土地合计 2756.39 亩，上述土地整理成本为 67.57 亿元，计入“存货—开发成本”。

截至 2021 年末，公司主要在开发项目总投资 103.65 亿元，已投资 73.01 亿元（含已整理完成但未出让的土地），尚需投资 30.64 亿元，公司未来存在较大的资金支出压力。

表 5 截至 2021 年末公司在开发项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金来源	已投资
康乾新区土地开发项目	73.77	自筹	47.17
武康城东新区土地开发项目	29.88	自筹	25.84
合计	103.65	--	73.01

注：1. 公司在开发项目包含已完成整理但未实现出让的土地；2. 在开发成本含资本化利息部分
资料来源：公司提供

（3）公共事业业务

公司工程服务业务在手合同规模不大；水务业务具有很强的区域专营优势，但处于亏损状态。

公司公共事业业务包括工程施工，水务和其他业务，其他业务为咨询、代办业务，以及检验、检测、测绘业务，规模小，2021 年合计确认收入 0.28 亿元。

公司工程服务业务仍主要由工程施工和绿化养护构成，由子公司德清县德城园林绿化工程有限公司和子公司德清县市政工程有限公司主要负责，业务模式未发生变化，2021 年公司将工程服务业务中的代建项目调整至委托代建业务板块中，故收入规模有所下降。2021 年，公司工程服务业务收入 1.09 亿元；新签项目数量 51 个，新签合同金额 1.68 亿元。截至 2021 年末，公司期末在手合同数 22 个，累计在手合同规模 0.31 亿元，在手合同规模不大。

公司水务业务收入仍主要来自于售水、污水处理、管道安装等业务，由德清县水务有限公司负责。截至 2021 年末，公司给水管网长度为 1036.00 千米，实际供水能力为 22.00 万吨/日，污水处理能力为 6.50 万吨/日；供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区，仍具有很强的区域专营优势。

表 6 水务相关售水指标（单位：万吨）

主要指标	2020 年	2021 年
取水量	6914.00	8206.00
供水量	6849.00	7779.00
售水量	5703.00	6570.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司售水类型、售水价格及污水处理费均未发生变化。2021 年，公司水务业务包括水费和污水处理收入，合计确认收入为 1.59 亿元，较上年末有所下降主要系公司将收入占比较高的管道销售及安装业务调整至其他业务收入中，2020 年公司水费和污水处理收入合计 1.50 亿元。2021 年，取水量、供水量和售水量较上年分别增长 18.69%、13.58% 和 15.20%，

主要系 2020 年公司水库蓝藻爆发，导致各项指标和收入规模下降所致。2021 年水务业务恢复正常运营，各项供水指标和收入较上年均有所增长，但由于水务业务的公益属性，始终处于亏损状态。

（4）建材销售业务

2021 年，公司建材销售业务收入有所下降，受钢材销售价格上涨影响，毛利率有所上升但仍较低。

建材销售业务由子公司德清县城市资产经营管理有限公司负责。公司主要销售商品为钢材，在定价方面，在参考钢材市场行情的基础上，根据对不同项目的情况及其施工单位情况来定价。跟踪期内，建材销售业务模式和结算方式均未发生变化。

2021 年，公司上游供应商为杭州贝日物资有限公司、杭州热联集团股份有限公司、杭州央正钢铁物资有限公司和德清永根钢材有限公司，销售金额占比分别为 78.15%、14.59%、6.72% 和 0.53%；下游客户前四名销售金额占比为 97.37%，上下游集中度高，以货到付款或预付款的方式进行结算。截至 2022 年 6 月 22 日，联合资信未发现公司主要销售客户被列入全国失信被执行人名单。

2021 年，公司建材销售收入 2.18 亿元，受钢材销售价格上涨影响，毛利率有所增长但仍较低。

表7 公司商品销售业务主要销售客户情况

客户名称	销售金额 (万元)	比例 (%)
浙江长城建设集团物资有限公司	19529.17	89.72
中国建筑一局（集团）有限公司	988.61	4.54
恒德建设集团有限公司	533.72	2.45
高荣琪青建设集团有限公司	142.74	0.66
合计	21194.23	97.37

注：合计数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（5）安置房业务

2021 年，公司新增房屋销售收入均来自于在售安置房项目，公司安置房项目的可售面积及尚需投资规模尚可。

公司安置房建设业务由公司本部负责，所需资金由公司自筹，安置房建设用地均为出让地，安置房竣工后除用来安置拆迁户部分，其余部分房屋均以市场价对外出售。

2021 年，公司房屋销售收入主要来自于兆丰欣苑项目的售房收入，已全部回款。

截至 2021 年末，公司在售安置房项目为兆丰欣苑项目，已投资 7.33 亿元，可售面积 13.16 万平方米，已售面积 0.22 万平方米，累计确认收入（即回款金额）0.22 亿元。

截至 2021 年末，公司在建的安置房项目有两个，计划总投资 22.78 亿元，尚需投资 3.71 亿元。

表 8 截至 2021 年末公司在建安置房项目

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
募投项目	13.76	12.25
德清县康乾新区安置小区二期新建工程	9.02	6.82
合计	22.78	19.07

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续承接德清县的城市基础设施建设项目以及城市资源经营项目，开展多渠道融资模式，加强与大型企业的深度合作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。

合并范围变化方面，2021 年，公司吸收合并减少 1 家子公司。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 15 家。考虑到公司合并范围变化涉及的子公司资产规模较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模有所增长，以往来款为主要的其他应收款规模大，对资金占用明显，整体资

产质量一般。

截至 2021 年末，公司资产总额较上年末增长 15.03%，资产结构仍以流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	170.10	82.62	196.70	83.05
货币资金	18.61	9.04	15.96	6.74
其他应收款	72.17	35.05	60.84	25.69
存货	74.63	36.25	114.51	48.35
非流动资产	35.79	17.38	40.14	16.95
投资性房地产	5.55	2.69	18.18	7.68
固定资产	21.16	10.28	13.09	5.53
资产总额	205.89	100.00	236.84	100.00

注：其他应收款含应收利息

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，流动资产较上年末增长 15.64%。

截至 2021 年末，公司货币资金较上年末下降 14.21%，主要由银行存款（占 99.84%）构成，其中受限货币资金 3.43 亿元，为借款质押和保证金受限，受限比例为 21.49%。

截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末下降 15.70%，主要系往来款减少所致，前五名欠款单位合计占其他应收款余额的 92.50%，集中度高，欠款单位主要为政府部门、事业单位和国有企业；账龄在 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年和 3 年以上的其他应收款分别占比 43.70%、24.52%、9.99%和 21.80%，累计计提坏账准备 0.74 亿元。

表 10 截至 2021 年末公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	余额	占其他应收款的比例（%）
德清县城市建设发展总公司	34.67	56.31
德清县新农村建设投资有限公司	7.85	12.75
德清县教育发展有限责任公司	6.61	10.74
德清县林业发展有限公司	5.46	8.87
德清县住房和城乡建设局	2.36	3.83
合计	56.95	92.50

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司存货较上年末增长 53.44%，主要系代建项目和土地开发项目持续投入，以及当地政府无偿划入苗木、林木资源资产综合所致。公司存货主要由 104.35 亿元合同履约成本和 10.06 亿元消耗性生物资产构成，其中合同履约成本主要为代建项目、安置房项目建设成本和土地整理成本。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2021 年末，公司非流动资产较上年末增长 12.14%。

截至 2021 年末，公司投资性房地产较上年末增长 227.68%，主要系部分存货和固定资产中的房产变更使用用途后转入（10.58 亿元）和公允价值变动（增长 1.81 亿元）所致。

截至 2021 年末，公司固定资产较上年末下降 38.14%，主要系部分房产变更使用用途后转入投资性房地产所致。

截至 2021 年末，公司资产受限情况如下表所示，资产受限规模为 10.09 亿元，受限资产占总资产比重 4.26%。此外，公司质押部分应收账款的未来收益权，对应的质押借款金额为 6.80 亿元。

表 11 截至 2021 年末公司资产受限情况

科目名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	3.43	1.45	借款质押、保证金
存货	1.75	0.74	抵押借款
投资性房地产	4.64	1.96	抵押借款
固定资产	0.27	0.11	抵押借款
合计	10.09	4.26	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

得益于资金及资产的注入，公司所有者权益有所增长，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性强。

截至 2021 年末，公司所有者权益 96.84 亿元，较上年末增长 22.26%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.98%，少数股东权益占比为 4.02%。在所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 15.49%和

73.00%，权益稳定性强。

截至2021年末，公司实收资本未发生变化，为15.00亿元。公司资本公积70.69亿元，较上年末增长27.92%，主要为政府注入苗木、林木资产和财政拨款所致，详见外部支持。

公司全部债务规模有所下降，整体债务负担适中，短期偿债压力较大。

截至2021年末，公司负债总额较上年末增长10.51%，负债结构较为均衡。

表12 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末		2021年末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动负债	36.71	28.98	66.03	47.17
短期借款	8.77	6.92	11.40	8.14
其他应付款	6.54	5.16	27.63	19.73
一年内到期的非流动负债	17.63	13.92	21.90	15.65
非流动负债	89.97	71.02	73.97	52.83
长期借款	62.55	49.38	42.50	30.36
应付债券	26.97	21.29	30.55	21.82
负债总额	126.68	100.00	140.00	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末增长79.85%。

截至2021年末，公司短期借款较上年末增长30.03%。公司短期借款主要由保证借款、抵押借款和质押借款构成，其中质押物为定期存单，抵押物为房屋建筑物。

截至2021年末，公司其他应付款较上年末大幅增长322.49%，主要系应付往来款大幅增加所致。其他应付款主要为公司与德清建发的应付往来款，占其他应付款余额的85.67%。

截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长24.23%，主要由一年内到期的长期借款19.45亿元和一年内到期的应付债券1.40亿元构成。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末下降17.79%。

截至2021年末，公司长期借款较上年末下降32.06%，主要系部分即将到期长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。长期借款主要由保证借款、质押保证借款和质押保证借款构成。

截至2021年末，公司应付债券较上年末增长13.29%，系公司新发债券所致。截至2022年5月末，公司存续债券情况如下表。

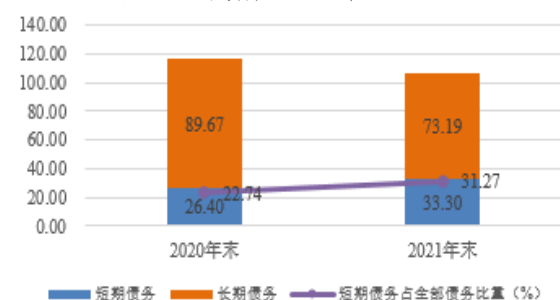
表13 截至2022年5月末公司存续债券情况
(单位：亿元)

债券简称	下一行权日	到期日期	余额
21恒达01	2024/02/05	2031/02/05	5.00
20恒达01	2023/08/04	2030/08/04	5.00
20德清债01/20德清01	2023/01/16	2027/01/16	7.60
19德清债01/19德清01	2022/10/28	2026/10/28	7.00
19恒达01	2022/09/27	2024/09/27	7.50
合计	--	--	32.10

资料来源：联合资信根据Wind整理

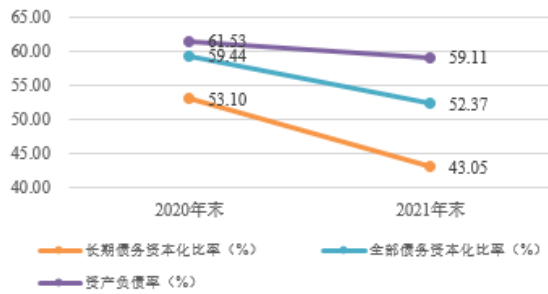
有息债务方面，截至2021年末，公司全部债务106.49亿元，较上年末下降8.25%，其中短期债务占31.27%，长期债务占68.73%，债务结构以长期债务为主。部分长期债务因于一年内即将到期故调整至短期债务，公司短期债务规模有所上升。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别下降2.42个百分点、7.06个百分点和10.05个百分点，公司整体债务负担适中，考虑到“19德清债01/19德清01”“19恒达01”将于22年行权回售8.90亿元，短期偿债压力较大。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4. 盈利能力

公司营业收入有所增长，费用控制能力一般，政府补助对利润总额的贡献程度高，整体盈利能力一般。

表14 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
营业收入	9.91	11.31
营业成本	9.65	10.44
期间费用	2.08	1.71
其中：管理费用	1.30	0.84
财务费用	0.71	0.78
其他收益	3.18	1.97
利润总额	1.16	1.57
营业利润率 (%)	1.69	6.94
总资产收益率 (%)	1.45	1.36
净资产收益率 (%)	1.44	1.43

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2021 年，公司营业收入和营业成本较上年分别增长 14.18%和 8.17%，营业利润率较上年提高 5.25 个百分点。

从期间费用看，2021 年，公司期间费用较上年下降 17.97%，期间费用占营业收入的比重为 15.09%，考虑到部分费用已资本化处理，公司费用控制能力一般。

2021 年，公司其他收益主要为收到的政府补助，占公司利润总额的 125.19%，政府补助对公司利润贡献程度高。

盈利指标方面，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率较上年均略有下降。整体看，公司盈利能力一般。

5. 现金流分析

公司收现质量高，受收到的往来款规模较大影响，经营活动现金流持续为净流入；投资活动现金因收回的委贷规模下降净流出规模有所扩大。随着公司项目的持续投入，未来仍存在融资需求。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比下降 18.36%，主要系收到的往来款下降所致；同期，公司经营活动现金流出量同比下降 35.48%，主要系主营业务投入和往来款的支出有所下降所致。2021 年，受收到的往来款规模较大影响，公司经营活动现金持续净流入。随着回款规模的增加，公司现金收入比有所上升，收入实现质量依然维持高水平。

表15 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	44.31	36.17
经营活动现金流出小计	35.75	23.07
经营活动现金流量净额	8.55	13.11
投资活动现金流入小计	5.11	1.00
投资活动现金流出小计	5.86	5.64
投资活动现金流量净额	-0.75	-4.63
筹资活动现金流入小计	41.55	30.94
筹资活动现金流出小计	50.72	41.73
筹资活动现金流量净额	-9.17	-10.79
现金收入比 (%)	104.26	114.31

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从投资活动看，2021 年，公司投资活动现金流入量较上年下降 80.34%，系公司收回的委托贷款规模下降所致；公司投资活动现金流出量较上年变化不大，主要为对外股权投资支付的现金。2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要系取得借款和发行债券收到的现金。2021 年，公司筹资活动现金流入量和流出量较上年均有所下降，主要系公司取得借款、发行债券收到的现金和偿还到期债务本息支付的现金规模下降所致。2021 年，公司筹资活动现金持续为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现一般，间接融资渠道较为畅通，或有负债风险小。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2020 年 (末)	2021 年 (末)
短期偿债指标	流动比率 (%)	463.31	297.89
	速动比率 (%)	260.05	124.47
	现金短期债务比 (倍)	0.70	0.48
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	4.25	3.54
	全部债务/EBITDA (倍)	27.34	30.08
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.58	2.55

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所下降。截至 2021 年末，若剔除受限货币资金，公司现金短期债务比为 0.38 倍。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 较上年有所下降，全部债务/EBITDA 和 EBITDA/利息支出均有所上升，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 105.78 亿元，已使用 75.85 亿元，尚未使用额度为 29.93 亿元。

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 4.31 亿元，担保比率为 4.45%，担保对象均为当地国有企业，或有负债风险小。

截至 2022 年 6 月 22 日，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司资产、负债主要来自于母公司，收入主要来自于子公司，母公司延续对子公司的管理制度，对子公司管控力度较强。整体债务负担适中，短期偿债指标表现一般。

公司资产、负债主要来自于母公司，收入主要来自于子公司，母公司延续对子公司的管理制度，对子公司管控力度较强。

截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的

60.38%；母公司负债占合并口径的 50.92%；母公司所有者权益占合并口径的 74.05%；母公司营业收入占合并口径的 6.81%；母公司利润总额占合并口径的 110.71%；母公司全部债务占合并口径的 44.68%。

截至 2021 年末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.85% 和 39.89%，整体债务负担适中；现金短期债务比为 0.46 倍，短期偿债指标表现一般。

2021 年，母公司实现营业收入 0.77 亿元，利润总额为 1.74 亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司在资金及资产注入和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

1. 资金注入

2021 年，公司及子公司收到财政拨款资金 5.43 亿元，计入资本公积。

2. 资产注入

2021 年，德清县人民政府将苗木、林木资源资产无偿划入本公司，增加资本公积 10.00 亿元。

3. 政府补助

2021 年，公司收到政府补助 1.97 亿元，计入其他收益，主要为公用事业运营补贴和增值税减免税款。

十一、担保方

“20 德清债 01/20 德清 01”由兴农担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保对“20 德清债 01/20 德清 01”的本息偿付具有积极作用。

1. 担保方主体概况

兴农担保于 2011 年 8 月成立，是由重庆渝富资本运营集团有限公司（以下简称“渝富资

本”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆水务环境控股集团有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业，初始注册资本 30.00 亿元。2018 年 8 月，兴农担保股东渝富资本将持有的股权上划给其股东重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。经过历次增资及资本公积转注册资本，截至 2021 年 9 月末，兴农担保注册资本和实收资本均为 58.00 亿元，其中渝富控股持股比例为 60.00%，重庆城建持股比例为 28.51%，重庆水务持股比例为 11.49%；以上三家股东均为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）旗下的全资子公司，因此兴农担保实际控制人为重庆市国资委，兴农担保股东及持股比例情况见下表。

表 17 截至 2021 年 9 月末公司股东持股情况

序号	股东	持股比例
1	重庆渝富控股集团有限公司	60.00%
2	重庆市城市建设投资（集团）有限公司	28.51%
3	重庆市水务环境控股集团有限公司	11.49%
合计		100.00%

资料来源：兴农担保提供，联合资信整理

兴农担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务；再担保、债券发行担保业务；诉讼保全担保业务，履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资（按许可证核定期限从事经营）。

截至 2021 年 9 月末，兴农担保设有业务部一部~三部、直接投资融资部、风险管理部、资产保全部、法律合规部、运营管理部、资金财务部等职能部门。

截至 2020 年末，兴农担保资产总额 207.43 亿元，所有者权益 102.05 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 89.75 亿元。2020 年，兴农担保实现营业总收入 11.68 亿元，其中担保业务收入 9.33 亿元，利润总额 3.66 亿元，实现净利润 3.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.12 亿元。

截至 2021 年 9 月末，兴农担保资产总额 191.38 亿元，所有者权益 96.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 83.95 亿元。2021 年 1—9 月，兴农担保实现营业总收入 9.06 亿元，其中担保业务收入 7.23 亿元，利润总额 2.73 亿元，实现净利润 2.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.28 亿元。

兴农担保注册地址：重庆市渝北区龙山路 70 号 1 幢；法定代表人：刘壮涛。

2. 担保方经营分析

（1）兴农担保经营概况

2018—2020 年及 2021 年前三季度，兴农担保营业总收入和利润总额稳步增长，其中担保业务收入为兴农担保主要收入来源且占比有所提升。

三峡担保设立于重庆，是全国性的大型担保机构之一，资本规模位于国内 2018—2020 年，兴农担保营业总收入和利润总额三年复合增长分别为 25.37% 和 28.84%，主要系担保业务收入增长所致。从营业总收入结构来看，兴农担保担保费收入为主要收入来源，占比处于波动上升趋势；利息净收入主要来源于委托贷款和持有债券的利息收入，三年复合增长 21.09%，占比处于波动下降趋势；手续费及佣金净收入占比很低。

2021 年前三季度，兴农担保实现营业总收入 9.06 亿元，同比增长 5.05%，实现利润总额 2.73 亿元，同比小幅增长，收入仍以保费收入为主。

表18 兴农担保营业总收入构成情况

项目	2018年		2019年		2020年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
营业收入	5.84	78.59	8.68	82.99	9.33	79.94
其中：担保费收入	5.20	70.01	7.96	76.16	8.89	76.14
利息净收入	1.59	21.37	1.76	16.78	2.33	19.93
手续费及佣金净收入	0.00	0.04	0.02	0.22	0.01	0.12
合计	7.43	100.00	10.46	100.00	11.68	100.00

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：兴农担保审计报告，联合资信整理

（2）兴农担保经营分析

2020 年及 2021 年前三季度，受监管政策对融资担保杠杆倍数的要求，兴农担保压降业务规模，当期担保发生额有所下降，融资性担保放大倍数亦有所下降。

兴农担保是全国第一家主司农村产权抵押融资的担保公司，受股东支持力度较大，其所在重庆市经济实力强，区域优势明显，为业务发展提供良好的运营环境。

2019 年起，兴农担保逐步从政策性担保公司定位转化为市场化的担保公司，并与重庆区县区的 22 家政策性业务的担保子公司解除股权托管协议。兴农担保担保业务三部和业务二部主要负责间接融资担保业务，业务一部主要负责非融资性担保业务，直接融资担保业务由直接投融资部负责。

2020 年，兴农担保当年担保业务发生额 2020 年同比下降 38.85%，主要系受监管政策对融资担保杠杆倍数的要求，兴农担保主动压降

直接融资担保业务规模且发展非融资性担保业务所致，但直接融资性担保业务仍为公司主要业务品种，2020 年直接融资担保业务发生额占当年担保业务发生额的比重为 73.67%。2020 年非融资性担保业务发生额大幅增长。截至 2020 年末，兴农担保期末担保责任余额 537.37 亿元，较上年末下降 2.15%；期末在保户数大幅增长，主要系非融资性担保业务户数增加所致。随着公司逐渐压降规模，截至 2020 年末，融资担保放大倍数降至 8.50 倍，仍处于较高水平。

兴农担保受监管政策要求影响，持续压降担保业务规模，2021 年前三季度，当期担保发生额同比大幅下降 49.34%，主要系直接融资担保业务规模大幅下降所致；截至 2021 年 9 月末，兴农担保期末担保责任余额 534.13 亿元，较上年末小幅下降，其中非融资性担保业务余额较年初增长 58.59%，户数也大幅增长；融资性担保放大倍数下降至 8.20 倍。

表 19 兴农担保担保业务发展数据（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
当年担保发生额	306.15	372.01	227.48	98.69
融资性担保业务发生额	305.95	371.38	200.19	69.39
其中：间接融资担保业务	129.25	62.18	32.60	25.02
直接融资担保业务	174.70	309.20	167.59	44.37
非融资担保业务发生额	1.10	0.63	27.28	29.30
期末担保责任余额	555.80	549.19	537.37	534.13
融资性担保责任余额	542.41	539.28	520.97	508.12
其中：间接融资性担保责任余额	161.51	107.57	91.78	83.79
直接融资性担保责任余额	380.90	431.70	429.20	424.32
非融资性担保责任余额	13.39	9.92	16.40	26.01

融资性担保放大倍数（倍）	4.84	9.68	8.50	8.20
期末担保业务在保户数（户）	882	385	714	1231

注：2018 年统计数据为合并业务口径，2019 年后统计数据为母公司业务口径

资料来源：兴农担保提供，联合资信整理

受大部分区县担保公司清退影响，兴农担保间接融资担保行业逐渐从农、林、牧、渔业转变为居民服务业，前五大行业集中度仍很高；直接融资担保业务以城投企业为主，单一客户集中度符合监管要求；兴农担保应收代偿规模仍较大，需对后续回收情况保持关注，同时需关注宏观经济下行对兴农担保信用风险带来的不利影响。

间接融资担保业务方面，兴农担保立足重庆地区，服务客户主要面向重庆市内“三农”及中小微企业，业务的区域集中度很高。2019 年

起，受清退大部分区县担保公司影响，兴农担保农、林、牧、渔业贷款担保责任余额占比明显下降，2020 年占比下降至 1.30%。同时兴农担保调整行业结构，截至 2020 年末，兴农担保第一大行业居民服务、修理和其他服务业占比达 67.39%，前五大行业贷款担保责任余额占比 98.96%，间接融资担保业务行业集中度很高。截至 2021 年 9 月末，兴农担保间接融资担保业务前五大行业占比小幅下降至 92.65%，前五大行业担保责任占比仍很高。

表 20 兴农担保间接融资担保前五大行业担保责任余额占比

2018 年末		2019 年末		2020 年	
行业	占比 (%)	行业	占比 (%)	行业	占比 (%)
农、林、牧、渔业	53.92	公共设施管理	32.25	居民服务、修理和其他服务业	67.39
公共设施管理	14.52	农、林、牧、渔业	23.57	建筑业	16.43
社会保障业	8.49	社会保障业	18.67	公共管理社会组织	10.60
房屋和土木工程建筑业	3.42	房屋和土木工程建筑业	7.00	农、林、牧、渔业	1.30
工业及制造业	3.06	公共管理和社会组织	2.79	其他	3.24
合计	83.41	合计	84.28	合计	98.96

资料来源：兴农担保公司提供资料，联合资信整理

兴农担保直接融资担保业务主要为债券担保，客户以地方城投公司为主，主要分布在湖南、重庆、四川、安徽等中西部地区。兴农担保城投公司客户主要定位于经济发展相对平稳、债务水平较低区域的县域核心平台，并主要优选资产质量较好、负债率低、债务结构合理的 AA-级及以上信用评级的城投公司。截至 2020 年末，单一最大担保客户担保余额为 11.20 亿元，单一最大客户集中度为 7.49%（符合监管要求）；前五大债券担保客户担保余额合计 55.20 亿元，前五大客户集中度为 41.54%，债券担保业务客户集中度较高。截至 2021 年 9 月末，单

一最大担保客户余额 10.48 亿元，单一最大客户集中度余额 7.49%（符合监管要求）。

从担保项目期限分布情况看，兴农担保担保项目期限主要集中在 3 年以上，但随着 2020 年中长期债券担保业务规模的下降，3 年以上担保业务占比小幅下降。截至 2020 年末，兴农担保担保期限在 3 年以上担保项目责任余额占比为 82.90%。整体看，兴农担保长期担保项目占比较高，将对风险管理提出更高的要求。

截至 2021 年 9 月末，兴农担保担保期限仍以 3 年以上为主，占比始终较高。

表 21 兴农担保担保业务期限分布（单位：亿元）

担保期限	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	担保责任余额	占比 (%)	担保责任余额	占比 (%)	担保责任余额	占比 (%)	担保责任余额	占比 (%)
1 年以内	83.20	14.97	28.77	5.24	22.23	4.14	23.87	4.47
1~2 年	31.44	5.66	19.75	3.60	23.86	4.44	21.64	4.05
2 年~3 年	20.79	3.74	12.54	2.28	45.80	8.52	35.52	6.65
3 年以上	420.36	75.63	488.14	88.88	445.48	82.90	448.42	83.95
线上保函	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.67	0.88
合计	555.80	100.00	549.19	100.00	537.37	100.00	534.13	100.00

资料来源：兴农担保提供，联合资信整理

从代偿情况来看，在宏观经济增速放缓以及部分行业风险暴露等因素的影响下，2018 年兴农担保担保业务当期代偿金额较大。为此，兴农担保进行业务结构转型，对风险相对较大的建筑、房地产和采矿等行业担保业务进行退出。同时对于存在现金流压力的被担保人，兴农担保通过与银行协调通过将担保贷款展期或借新还旧、向在保客户发放委托贷款等方式延缓代偿风险暴露。2019 年，兴农担保大部分区县担保公司划出合并范围，兴农担保新增代偿 4.44 亿元，2020 年，兴农担保当期担保代偿额为 1.08 亿元，当期担保代偿率为 1.10%，较 2019 年有所下降。截至 2020 年末，兴农担保累计担保代偿率为 2.49%，代偿行业主要集中在农、林、牧、渔业、建筑业及部分个人客户。受合并范围

减小影响，2018—2020 年末，期末应收代偿款三年波动下降，母公司期末应收代偿款规模较为稳定，整体兴农担保应收代偿款规模较大，后续回收情况保持关注。

从追偿情况来看，目前兴农担保大多数采用的是非诉讼方式，即把所拥有的债权处置实现解保，采用诉讼方式的代偿项目基本上已有判决；同时，面对代偿规模较快上升，兴农担保通过仲裁等方式积极处置风险项目，缩短代偿项目处置周期。截至 2020 年末，兴农担保累计代偿回收率为 37.04%。

2021 年前三季度，兴农担保当期担保代偿率和累计担保代偿率小幅下降，累计代偿回收上升至 51.13%，2021 年前三季度，代偿压力小幅下降。

表 22 兴农担保担保业务代偿情况

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
当期担保代偿额（亿元）	10.47	4.44	1.08	1.01
当期担保代偿率（%）	7.77	8.20	1.10	0.98
累计担保代偿率（%）	3.70	3.34	2.49	1.41
累计代偿回收率（%）	28.75	35.20	37.04	51.13
期末应收代偿款（亿元）	20.81	7.48	13.93	6.29
母公司期末应收代偿款（亿元）	6.00	5.25	5.43	6.29

注：2018 当期担保代偿额、当期担保代偿率、累计担保代偿率、累计代偿回收率为合并了区县子公司口径，2019 年后口径为母公司口径；期末应收代偿款为审计报告口径。

资料来源：兴农担保提供，联合资信整理

3. 担保方财务分析

（1）兴农担保财务概况

兴农担保提供了 2018—2020 年的审计报告，经天衡会计事务所（特殊普通合伙）重庆分所审计并出具了无保留审计意见。2019 年兴农担保

合并范围新增 1 家子公司，减少 22 家子公司；2020 年兴农担保合并范围减少 4 家子公司，新增 1 家子公司（重庆交通担保），整体减少子公司数量对兴农担保影响较小，财务可比性较好。2021 年三季度财务报表未经审计，合并范

围较年初变化不大。

（2）兴农担保资本结构

随着2019年—2020年增资的完成，兴农担保资本实力显著提升，所有者稳定性一般。2021年前三季度，兴农担保计入资本公积的政府专项资金下降，导致所有者权益下降。

兴农担保所有者权益主要来源于股东注资和利润滚存。2018—2020年末，兴农担保所有者权益复合增长 1.83%，归属于母公司所有者权益复合增长 26.30%，主要系 2019 年、2020 年兴农担保股东对公司增加资本，截至 2020 年末，兴农担保所有者权益 102.05 亿元，较上年末小幅增长 4.30%。截至 2019 年末，兴农担保与区县子公司解除股权托管协议，少数股东权益减少且公司股东对公司增资，归属于母公司所有者权益占比大幅提升；截至 2020 年末，归属于母公司所有者权益占比达 87.95%；从归属于母公司所有者权益结构上看，实收资本占比 52.43%，资本公积（该笔资金主要为重庆市高山生态扶贫搬迁项目资金 24.40 亿元）占比 43.37%，整体所有者权益稳定一般。

利润分配方面，2018 年，兴农担保未现金分红；2019 年现金分红 0.58 亿元，占 2019 年归属于母公司的净利润 25.81%；2020 年，现金分红 1.45 亿元，占 2020 年净利润的 46.46%。

负债方面，2018—2020 年末，兴农担保负债规模持续下降，年均复合下降 10.38%；截至 2020 年末，兴农担保负债总额 105.38 亿元，较上年末下降 7.21%，主要系子公司重庆兴农资产经营管理有限公司收到国开行及农发行政策

性贷款余额下降所致。截至 2020 年末，兴农担保负债主要由预收款项、其他应付款、保险合同准备金和其他非流动负债构成。

兴农担保的预收款项系预收担保费，2018—2020 年末，预收担保费持续增长，年均复合增长 66.14%，截至 2020 年末，预收担保费 11.94 亿元，较上年末小幅上升。从账龄看，预兴农担保收担保费的账龄集中于一年以内占比达 51.84%。

准备金方面，2018—2020 年末，兴农担保保险合同准备金（包括提取的未到期责任准备金和担保赔偿准备金）波动复合增长 16.57%；截至 2020 年末，保险合同准备金 23.62 亿元，同比增长 37.59%，主要系担保赔偿准备金增长所致。

2018—2020 年末，兴农担保其他应付款主要为往来款和押金，年均复合下降 23.21%；其他流动负债主要为存入保证金，三年复合下降 16.46%。

2018—2020 年末，兴农担保其他非流动负债为政府拨入扶贫贷款，年均复合下降 21.15%，主要系拨入扶贫贷款资金下降所致，因此导致实际资产负债率持续下降。

截至 2021 年 9 月末，兴农担保所有者权益为 96.25 亿元，较上年末下降 5.68%，主要系计入资本公积的专项资金减少所致，该笔资金主要为重庆市高山生态扶贫搬迁项目资金，整体所有者稳定性仍一般。负债方面，兴农担保负债总额 95.12 亿元，主要系兴农子公司政策性贷款余额下降所致。

表 23 兴农担保负债结构

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
预收款项	4.33	3.30	10.80	9.51	11.94	11.33
其他应付款	10.88	8.29	4.40	3.88	6.42	6.09
保险合同准备金	17.38	13.24	17.16	15.11	23.62	22.41
其他流动负债	7.17	5.46	5.05	4.45	5.00	4.75
其他非流动负债	89.52	68.22	73.80	64.97	55.65	52.81
其他	1.94	1.48	2.36	2.08	2.75	2.61
负债总额	131.22	100.00	113.58	100.00	105.38	100.00
实际资产负债率	49.57		45.60		39.42	

资料来源：兴农担保审计报告，联合资信整理

（3）兴农担保资产质量

兴农担保资产规模受政府拨付贷款资金减少所致，货币资金、其他应收款、交易性金融资产是兴农担保资产的主要构成部分，资产质量较好。

2018—2020 年末，兴农担保资产规模小幅下降，年均复合下降 4.96%，主要系子公司收到政府拨入扶贫贷款资金下降所致；截至 2020 年末，资产总额 207.43 亿元，较上年末小幅下降。

表 24 兴农担保资产结构

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	39.60	17.25	57.75	27.31	31.62	15.25
应收账款	20.33	8.85	10.70	5.06	11.84	5.71
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.18	0.08	0.28	0.13	30.86	14.88
其他流动资产	20.21	9.05	9.72	4.60	9.63	4.64
其他非流动资产	127.25	55.41	108.64	51.39	95.75	46.16
其他资产	22.06	9.61	24.33	11.51	27.73	13.37
资产总额	229.06	100.00	211.42	100.00	207.43	100.00

注：其他资产为资产总额减去表格列式的资产科目合计数。

资料来源：兴农担保审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末，兴农担保货币资金规模波动下降 10.64%；截至 2020 年末，货币资金 31.62 亿元，无受限货币资金。

截至 2020 年末，兴农担保以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为购买的结构存款金额为 30.86 亿元，较上年末大幅增长。

2018—2020 年末，兴农担保应收账款主要为担保代偿款，三年复合下降 23.70%，截至 2020 年末，应收账款 11.84 亿元，较上年末小幅增长，主要系兴农担保合并范围新增重庆交通担保带来的担保代偿额的增长，计提坏账准备比例达 28.84%，前五大应收账款占比 27.35%，占比较低。

2018—2020 年末，兴农担保其他流动资产主要为存出保证金和委托贷款，三年复合下降 30.95%，截至 2020 年末，其他流动资产 9.63 亿元，委贷贷款 3.77 亿元，未计提减值。兴农担保其他非流动资产主要为政府拨入扶贫贷款资金，2018—2020 年末，其他流动资产复合下降 13.26%。

截至 2021 年 9 月末，兴农担保资产总额 191.38 亿元，较上年末下降 7.74%，主要系政府

扶贫贷款规模下降所致。

（4）兴农担保盈利能力

兴农担保自成立以来，营业总收入和净利润持续增长，营业总收入主要来源于担保业务收入和银行存款、理财产品、结构性存款形成的利息收入，盈利能力一般。

2018—2020 年，兴农担保营业总收入持续增长，年均复合增长 25.37%；2020 年，实现营业总收入 11.68 亿元，同比增长 11.65%，主要来自开展担保业务产生的营业收入的增长。2018—2020 年，兴农担保营业总支出年均复合增长 25.22%；2020 年，营业总支出 7.90 亿元，同比增长 5.18%，主要来自提取担保赔偿准备金的增长。2020 年，兴农担保提取担保赔偿准备金 5.09 亿元，占营业总支出比重为 64.48%。从利润规模来看，2018—2020 年，得益于营业总收入的增长高于营业总成本的增长，公司利润总额持续增长，年均复合增长 28.84%；2020 年，兴农担保实现利润总额 3.66 亿元，同比增长 19.80%。

从盈利指标来看，2018—2020 年，兴农担保费用收入比持续下降，主要系子公司减少人工薪酬降低、成本控制能力有所提升；2018—

2020 年，营业利润率波动上升；资产收益率和净资产收益率持续上升，兴农担保盈利能力提高。

2021 年前三季度，兴农担保集团实现营业收入 9.06 亿元，同比增长 5.05%，实现利润总额 2.73 亿元，同比小幅增长，收入仍以保费收入为主。

表 25 兴农担保盈利情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业总收入	7.43	10.46	11.68	9.06
营业总支出	5.04	7.51	7.90	5.72
其中：提取担保赔偿准备金	2.79	4.68	5.09	3.66
期间费用	2.06	2.11	1.62	1.34
利润总额	2.21	3.06	3.66	2.73
净利润	2.16	2.57	3.11	2.28
营业利润率（%）	30.02	28.88	31.88	29.85
费用收入比（%）	27.79	20.18	13.84	14.79
资产收益率（%）	0.96	1.17	1.49	1.15
净资产收益率（%）	2.23	2.62	3.11	2.30

资料来源：兴农担保审计报告及 2021 年三季度财务报告，相关指标未年化，联合资信整理

（5）兴农担保资本充足性及代偿能力

自 2018 年以来，兴农担保资本实力不断增强，资本充足性指标表现较好，整体代偿能力极强。

兴农担保面临的偿付压力主要来自于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，兴农担保将以自有资本承担相应的损失。兴农担保实际代偿能力主要受担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2018 年以来，得益于股东增资，兴农担保资本规模不断提升。2018—2020 年末，净资产和净资本规模均呈上升趋势，因此，净资本/净资产持续上升，截至 2020 年末，净资本/净资产比率为 71.52%。由于兴农担保当期代偿额处于下降趋势，整体代偿准备金率处于下降趋势。

联合资信根据兴农担保的担保业务类别与风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算兴农担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度。经联合资信估算，兴农担保 2018—2020 年末的净资本覆盖率分别处于上升趋势，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于充足水平。

表 26 兴农担保资本充足性和代偿能力（单位：亿元）

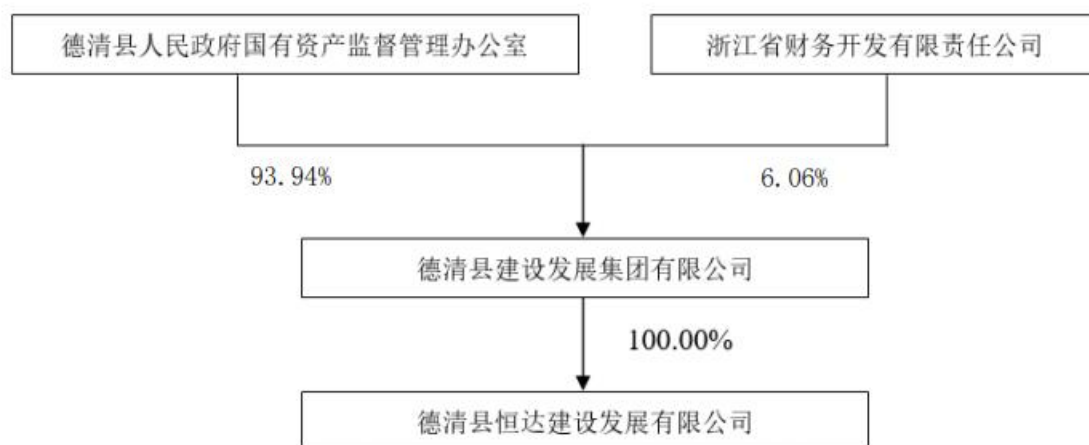
项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
期末担保责任余额	555.80	549.19	537.37
净资产	98.42	97.84	102.05
净资本	57.08	64.97	72.98
净资本担保倍数（倍）	9.74	8.45	7.36
净资本/净资产比率（%）	57.99	66.40	71.52
净资本覆盖率（%）	104.76	120.08	134.89
代偿准备金率（%）	58.86	25.07	4.43

资料来源：兴农担保审计报告及提供资料，联合资信整理

十二、 结论

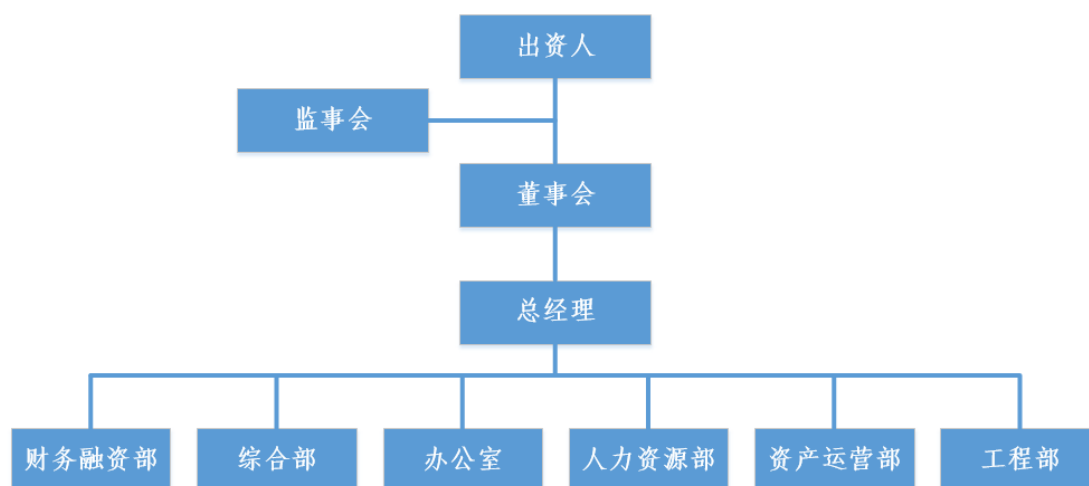
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 德清债 01/20 德清 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司子公司情况

序号	企业名称	持股比例（%）	
		直接	间接
1	德清县建设开发有限公司	82.51	--
2	德清县建安建设工程检测有限公司	100.00	--
3	德清县德城园林绿化工程服务有限公司	100.00	--
4	德清县市政工程有限公司	100.00	--
5	德清县城市投资开发有限公司	100.00	--
6	德清县春晖企业管理有限公司	100.00	--
7	德清县城市资产经营管理有限公司	100.00	--
8	德清县市场经营管理有限公司	100.00	--
9	德清县建设发展集团停车场管理有限公司	100.00	--
10	浙江德清之芯信息科技有限公司	--	60.00
11	德清县金睿达投资管理有限公司	51.39	--
12	德清县水务有限公司	100.00	--
13	德清县水司水暖管道有限公司	--	100.00
14	德清县兴源市政工程有限公司	--	100.00
15	德清县恒丰污水处理有限公司	--	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	21.01	18.61	16.03
资产总额（亿元）	204.26	205.89	236.84
所有者权益（亿元）	76.04	79.21	96.84
短期债务（亿元）	29.75	26.40	33.30
长期债务（亿元）	90.65	89.67	73.19
全部债务（亿元）	120.40	116.07	106.49
营业总收入（亿元）	9.46	9.91	11.31
利润总额（亿元）	1.28	1.16	1.57
EBITDA（亿元）	3.01	4.25	3.54
经营性净现金流（亿元）	-17.61	8.55	13.11
财务指标			
现金收入比（%）	96.38	104.26	114.31
营业利润率（%）	7.42	1.69	6.94
总资本收益率（%）	0.95	1.45	1.36
净资产收益率（%）	1.61	1.44	1.43
长期债务资本化比率（%）	54.38	53.10	43.05
全部债务资本化比率（%）	61.29	59.44	52.37
资产负债率（%）	62.77	61.53	59.11
流动比率（%）	466.04	463.31	297.89
速动比率（%）	319.85	260.05	124.47
经营现金流动负债比（%）	-47.24	23.30	19.85
现金短期债务比（倍）	0.71	0.70	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.58	2.55
全部债务/EBITDA（倍）	40.02	27.34	30.08

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；
 3. 长期应付款中的有息债务已纳入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.69	6.91	5.97
资产总额（亿元）	91.23	115.09	142.99
所有者权益（亿元）	59.08	60.25	71.71
短期债务（亿元）	1.70	3.71	12.98
长期债务（亿元）	25.76	40.89	34.60
全部债务（亿元）	27.46	44.59	47.58
营业总收入（亿元）	3.21	0.72	0.77
利润总额（亿元）	2.17	1.46	1.74
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-10.98	-13.48	3.19
财务指标			
现金收入比（%）	101.02	105.22	225.84
营业利润率（%）	21.23	-39.55	3.56
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	3.67	2.43	2.38
长期债务资本化比率（%）	30.36	40.43	32.55
全部债务资本化比率（%）	31.73	42.53	39.89
资产负债率（%）	35.24	47.65	49.85
流动比率（%）	904.41	482.58	253.51
速动比率（%）	679.04	296.61	89.23
经营现金流动负债比（%）	-203.76	-96.59	8.73
现金短期债务比（倍）	3.94	1.86	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 部分数据无法获取，以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-3 重庆兴农融资担保集团有限公司主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	229.63	211.42	207.43	191.38
所有者权益（亿元）	98.42	97.84	102.05	96.25
净资本（亿元）	57.08	64.97	72.98	/
营业总收入（亿元）	7.43	10.46	11.68	9.06
利润总额（亿元）	2.21	3.06	3.66	2.73
期末担保责任余额（亿元）	555.80	549.19	537.37	534.14
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	49.57	45.60	39.42	35.45
资产收益率（%）	0.96	1.17	1.49	1.15
净资产收益率（%）	2.23	2.62	3.11	2.30
融资性担保放大倍数（倍）	4.84	9.68	8.50	8.20
净资本担保倍数（倍）	9.74	8.45	7.36	/
净资本/净资产比率（%）	57.99	66.40	71.52	/
净资本覆盖率（%）	104.76	120.08	134.89	/
代偿准备金率（%）	58.86	25.07	4.43	3.56
当期担保代偿率（%）	7.77	8.20	1.10	0.98
累计担保代偿率（%）	3.70	3.34	2.49	1.41

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持