# 2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）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：**

# 2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）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 |
| 19 德清债 01/19 德清 01 | AAA | AAA |
| 20 德清债 01/20 德清 01 | AAA | AAA |

## 评级日期

2022 年 6 月 27 日

## 联系方式

**项目负责人：**张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

**项目组成员：**徐铭远
xumy@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“恒达建设”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 德清债 01/19 德清 01”、“20 德清债 01/20 德清 01”（19 德清债 01/19 德清 01、20 德清债 01/20 德清 01 以下合称为“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：德清县以旅游业为优势产业，新兴产业发展态势较好，公司经营业务多元化，土地开发及售水业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，且保证担保仍可有效提升本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性仍较弱，面临一定的资金压力，面临较大的偿债压力等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司土地开发业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 总资产 | 236.84 | 205.89 | 204.26 |
| 所有者权益 | 96.84 | 79.21 | 76.04 |
| 总债务 | 105.28 | 115.92 | 120.24 |
| 资产负债率 | 59.11% | 61.53% | 62.77% |
| 现金短期债务比 | 0.50 | 0.70 | 0.71 |
| 营业收入 | 11.31 | 9.91 | 9.46 |
| 其他收益 | 1.97 | 3.18 | 2.36 |
| 利润总额 | 1.57 | 1.16 | 1.28 |
| 销售毛利率 | 7.68% | 2.56% | 8.47% |
| EBITDA | 3.54 | 4.25 | 3.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.60 | 0.58 | 0.60 |
| 经营活动现金流净额 | 13.11 | 8.55 | -17.61 |
| 收现比 | 114.31% | 104.26% | 96.38% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **德清县以旅游业为优势产业，新兴产业发展态势较好。**德清县 2021 年地区生产总值保持增长，整体发展水平较高，旅游业综合实力较强，以高端智能装备、生命健康、绿色智能家居为及通用航空等新兴产业发展态势较好。
- **经营业务多元化，土地开发及售水业务持续性较好。**公司经营业务涵盖基础设施、公用事业、建材销售以及安置房等多类别业务，是德清县内重要的基础设施建设主体，其土地一级开发业务在武康城东新区和康乾新区内具有一定专营性；公司储备土地开发项目规模较大，该业务持续性较好；公司售水业务范围广，稳定性和持续性较佳。
- **继续获得较大力度的外部支持。**2021 年德清县政府继续通过拨款、资产注入及财政补贴等方式给予公司较大力度支持，提升了公司的资本实力和利润水平。
- **保证担保仍可有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平

## 关注

- **资产流动性仍较弱。**公司资产以与当地国企的往来款和土地开发成本为主要构成，其中往来款回收时间不确定，对营运资金占用较大；项目成本难以及时变现。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2021 年末，公司土地开发业务储备项目规模较大，仍需一定的资金投入。
- **公司仍面临较大的偿债压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模虽然持续下降，但仍处于较大水平，现金短期债务比表现下滑，EBITDA 对于债务利息的支付保障程度仍较弱。

## 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** | **较低** | 财务风险状况 | 有效净资产规模 | 5 |
| | GDP 规模 | 3 | | 资产负债率 | 3 |
| | GDP 增长率 | 5 | | EBITDA 利息保障倍数 | 3 |
| | 地区人均 GDP/全国人均 GDP | 4 | | 现金短期债务比 | 4 |
| | 公共财政收入 | 3 | | 收现比 | 7 |
| | 区域风险状况调整分 | 0 | | | |
| | **经营状况** | **强** | | | |
| | 业务竞争力 | 5 | | | |
| | 业务持续性和稳定性 | 7 | | | |
| | 业务多样性 | 5 | | | |
| **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 | 2021-06-28 | 徐宁怡、朱磊 | 城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0）、外部特殊支持评级方法（cspy_ff_2019V1.0） | 阅读全文 |
| AA/稳定 | AAA | 2019-09-18 | 秦风明、蒋舟宇 | 城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0）、外部特殊支持评级方法（cspy_ff_2019V1.0） | 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 |
|---|---|---|---|---|
| 19 德清债 01/19 德清 01 | 7.00 | 7.00 | 2021-06-28 | 2026-10-28 |
| 20 德清债 01/20 德清 01 | 7.60 | 7.60 | 2021-06-28 | 2027-01-16 |

## 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2019年10月发行7年期7.00亿元公司债券（19德清债01/19德清01），于2020年1月发行7年期7.60亿元公司债券（20德清债01/20德清01），两期债券募集资金均计划用于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目及补充营运资金。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专户余额为34.02万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东、实际控制人未发生变动，控股股东仍为德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”），持股比例为100%，实际控制人为德清县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“德清县国资办”）。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为150,000.00万元。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务。

2022年3月，经公司控股股东德清建发党委研究决定，委派章炳、陆德林担任公司董事，胡家俊、沈鑫亮不再担任公司董事；委派郭申杰担任公司监事会主席，章炳不再担任公司监事会主席。2021年合并报表范围变化情况见表1；截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共15家，详见附录四。

**表1 2021年公司不再纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）**

| 子公司名称 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|---|---|---|---|
| 德清县众汇房产经纪有限公司 | 35.00 | 房地产中介服务、咨询 | 转让 |

资料来源：公司2021年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

## 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≥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

**德清县地处长三角腹地，旅游综合实力较强，工业以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，发展态势较好，出口有力拉动了经济增长**

**区位特征：德清县地处长三角腹地，作为杭州都市圈重要的节点，区位优势较为显著。**德清县隶属于浙江省湖州市，位于浙江省北部，地处长三角腹地，是杭州都市圈重要的节点，下辖8个镇、5个街道，县域面积936平方公里，根据第七次全国人口普查数据，德清县常住人口为54.86万人，相比2010年第六次全国人口普查49.18万人呈增长态势。德清县是中国原始瓷器、珍珠人工养殖技术等重要发源地，县域“五山一水四分田”，森林覆盖面积45%，是全国生态文明建设示范县。德清县创新培育“洋家乐”休闲度假新业态，莫干山国际旅游度假区成功创建国家级。德清县东望上海、南接杭州、北连太湖、西枕天目山麓，境内宁杭高铁、杭宁高速公路、申嘉湖（杭）高速公路、104国道、304省道、宣杭铁路、京杭运河、杭湖锡线航道穿境而过，县城距杭州市中心高铁仅16分钟车程，距长三角核心城市上海、宁波、南京均在2小时车程以内。此外，德清县正加快建设商合杭高铁、杭州绕城高速西复线德清段等新一批交通基础设施，同时推进规划213省道、214省道建设，加快推进建设杭德快速路，形成多条骨架路网联通杭州中环。

**图 1 德清县区位图**

资料来源：德清县委宣传部

**经济发展水平：德清县经济总量在湖州市5个区县中居第三位，经济发展水平较好。**近年德清县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的4.4:57.7:37.9调整为2021年的4.4:57.7:37.9，经济结构由第二产业为主，按常住人口计算，2021年德清县人均GDP为112,201元，是同期全国人均GDP的138.56%，经济发展水平较高。2021年德清县GDP达615.54亿元，经济体量在湖州市“两区三县”中居第三位，同比增速为8.7%，低于湖州市9.5%的增速。近年固定资产投资总体保持较高增速，2021年德清县固定资产投资增速达15.5%，其中工业投资增速为21.1%，贡献比重较大，但基础设施投资同比下降22.8%。德清县房地产投资占固定资产投资的比重偏高，近年房地产景气度有所下降，商品房销售面积和销售额增速持续走低，其中2021年增速由正转负，商品房销售面积和销售额分别为106.8万平方米和163.4亿元，分别同比下降10.2%和11.4%。此外，随着德清县持续推进传统外贸行业转型升级，优化进出口产品质量和结构，近年进出口总额持续增长，2021年增长迅速，其中出口总额为258.0亿元，同比增长34.5%。

**表2 湖州市各区县 2021 年经济财政指标情况（单位：亿元）**

| 区域名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP（万元） | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|---|---|---|---|---|---|
| 吴兴区 | 853.18 | 9.7% | 11.84 | 63.44 | 145.01 |
| 长兴县 | 801.39 | 9.5% | 11.85 | 82.75 | 98.28 |
| **德清县** | **615.54** | **8.7%** | **11.22** | **83.25** | **110.89** |
| 安吉县 | 566.33 | 10.8% | 9.66 | 65.83 | 67.95 |
| 南浔区 | 528.95 | 8.5% | 9.74 | 43.05 | 77.35 |

注：吴兴区、长兴县人均GDP根据2021年常住人口数据计算；其余区县人均GDP根据第七次人口普查常住人口数据计算。
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、政府网站等，中证鹏元整理

**表3 德清县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） | 615.5 | 8.7% | 544.1 | 2.6% | 537.0 | 8.3% |
| 固定资产投资 | - | 15.5% | - | 6.9% | - | 14.3% |
| 社会消费品零售总额 | - | 9.4% | - | 1.4% | - | 11.2% |
| 进出口总额 | 279.4 | 30.1% | 215.4 | 13.1% | 190.3 | 12.0% |
| 人均 GDP（元） | 112,201 | | 122,787 | | 121,291 | |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 138.56% | | 169.49% | | 171.09% | |

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得，2019-2020 年人均 GDP 按户籍人口计算所得，故人均 GDP 存在一定差异。
资料来源：2019-2021 年德清县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：德清县旅游业综合实力较强，工业以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，发展态势较好。**德清县以长三角文化旅游一体化发展为契机，打造莫干山、“洋家乐”、下渚湖、新市古镇等旅游品牌，2021 年全年实现旅游总收入 356.66 亿元，同比增长 12.4%，全县乡村旅游接待游客 1,032.5 万人次，同比增长 7.3%，德清县上榜“2021 全国县域旅游综合实力百强县”、“2021 中国县域旅游综合竞争力百强县市”，分别位列第 8 位和第 16 位，莫干山镇获评全国乡村旅游重点镇，莫干山风景名胜区成功入选第一批国家级文明旅游示范单位，德清文旅影响力进一步提升。2021 年德清县第二产业增加值 355.6 亿元，同比增长 10.0%，保持较快发展，拥有浙江鼎力、佐力药业、我武生物、三星新材、完美环球和兔宝宝等上市公司，德清县着力构建“323”现代产业体系，做强高端智能装备、生命健康及绿色智能家居三大主导产业，推动地理信息+、通用航空等战略性新兴产业成为赶超支柱，同时布局北斗时空、智能网联汽车、人工智能三大未来产业，以全省第三获评创建制造业高质量发展示范县优秀单位，成为省首批区域新智造试点，入选省级工业互联网平台 3 家，鼎力机械入选全国智能制造创新 50 强。2021 年全县规模以上工业增加值 244.5 亿元，同比增长 12.5%，其中战略性新兴产业增加值 97.0 亿元，增长 13.6%，高新技术产业增加值 161.8 亿元，增长 11.9%，装备制造业增加值 82.9 亿元，增长 17.2%，发展态势良好。

**财政及债务水平：近年来德清县财力稳步提升，财政收入质量较高，财政自给能力较好，政府债务余额快速扩张。**近年来德清县一般公共预算收入保持增长态势，其中 2020 年受疫情影响增速有所放缓，同期税收收入占比和财政自给率逐年提升，财政收入质量和财政自给能力较好。近年政府性基金收入持续增长，其中国有土地使用权出让收入大幅增加且占政府性基金收入的比重持续提升，德清县对房地产市场的依赖程度有所加大。政府债务方面，近年来全县地方政府债务余额规模快速扩张，三年复合增长率为 13.02%。

**表4 德清县主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 一般公共预算收入 | 83.25 | 67.08 | 65.66 |
| 税收收入占比 | 89.07% | 88.20% | 84.30% |
| 财政自给率 | 104.09% | 85.76% | 78.49% |
| 政府性基金收入 | 110.89 | 89.48 | 83.56 |
| 地方政府债务余额 | 108.85 | 97.72 | 85.22 |

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：2019-2021年德清县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2021 年末，德清县已发债的主要投融资主体有 9 家，其中一级平台主要投融资主体为 3 家，分别为德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）、德清县文化旅游发展集团有限公司（以下简称“德清旅发”）和湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“莫干山高新”），其中德清建发是德清县最核心的城投平台，下属发债一级子公司主要有德清县建设投资有限公司（以下简称“德清建投”）和恒达建设；德清旅发主要负责德清县的文化旅游产业建设运营，下属发债一级子公司主要有德清县文化旅游控股有限公司（以下简称“德清文旅”）；莫干山高新为莫干山高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，下属发债一级子公司主要有德清恒丰建设发展有限公司（以下简称“恒丰建设”）和德清联创科技新城建设有限公司（以下简称“联创科技”）。此外，浙江德清经开投资集团有限公司（以下简称“德清经开投”）是德清经济开发区唯一的投融资主体，具体见下表，整体来看，区域内城投平台职能划分较为清晰。

**表5 德清县主要投融资主体情况（单位：亿元）**

| 公司名称 | 控股股东 | 净资产 | 资产负债率 | 营业收入 | 总债务 | 职能定位 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 德清建发 | 德清县人民政府国有资产监督管理办公室 | 134.53 | 61.78% | 18.90 | 193.50 | 德清县重要的基础设施建设主体，负责土地开发、安置房建设、基础设施建设等业务 |
| 德清旅发 | 德清县人民政府国有资产监督管理办公室 | 44.88 | 61.79% | 2.56 | 60.78 | 德清县重要的文化旅游产业建设运营主体 |
| 莫干山高新 | 莫干山高新技术产业开发区管委会 | 207.91 | 63.40% | 19.90 | 326.68 | 莫干山高新技术产业开发区最重要的城市基础设施建设及园区运营主体 |
| 德清经开投 | 德清建发 | 64.32 | 49.52% | 7.59 | 43.08 | 德清县东部区域及浙江德清经济开发区唯一的城市建设和投融资主体 |
| 恒丰建设 | 莫干山高新 | 84.23 | 62.84% | 6.16 | 44.13 | 莫干山高新技术产业开发区内土地整理和基础设施投资建设业务 |
| 联创科技 | 莫干山高新 | 100.71 | 63.11% | 9.50 | 149.68 | 湖州莫干山高新技术产业开发区综合性建设开发及国有资产管理经营主体 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 德清建投 | 德清建发 | 53.30 | 60.59% | 9.14 | 61.42 | 德清县城西片区土地开发、房屋销售、基础设施代建等业务 |
| 恒达建设 | 德清建发 | 79.21 | 61.53% | 9.91 | 115.92 | 负责德清县城东区域和康乾新区土地开发和基建业务 |
| 德清文旅 | 德清旅发 | 12.36 | 68.47% | 1.43 | 20.54 | 负责德清县基础设施建设、广播电视业务，以及旅游景点运营等业务 |

注：财务数据为2020年末/2020年度。德清旅发、德清经开投、恒丰建设、德清文旅总债务=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，未考虑其他债务调整项。
资料来源：Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是德清县内主要的基础设施建设主体之一，仍主要从事德清县城东区域和康乾新区片区的基础设施建设。2021年土地开发业务仍为公司收入的重要来源，公共事业板块业务收入在工业用水增长的带动下有所增加，而工程服务板块受业务结算进度影响收入有所下滑。此外，公司还经营建材销售、房产销售、租赁等其他业务，对公司收入有一定补充。

公司土地开发业务毛利率保持稳定，仍为公司最主要的利润来源。公共事业板块业务在工业用水增长和管网损耗率下降的作用下，亏损幅度大幅收窄；工程服务板块业务利润水平因相对低毛利的委托代建业务收入大幅增长，且当期未确认工程施工业务收入而大幅下滑。公司其他业务主要系租赁业务，2021年将房屋资产转入按公允价值计量的投资性房地产后，无对应折旧成本，致使毛利率大幅上升，业务由亏转盈。综合影响下，2021年公司毛利率同比有所增长，但盈利能力仍偏弱。

**表6 公司主营业务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 |
| 土地开发 | 33,720.00 | 16.67% | 23,700.00 | 16.67% |
| 公共事业板块 | 29,542.10 | -2.99% | 21,298.36 | -14.75% |
| 建材销售 | 21,766.83 | 4.43% | 28,957.70 | 1.58% |
| 工程服务板块 | 16,344.17 | 1.59% | 19,611.04 | 16.10% |
| 房产销售 | 2,249.54 | 51.56% | - | - |
| 其他 | 5,548.64 | 19.81% | 1,039.74 | -317.77% |
| **合计** | **109,171.28** | **7.53%** | **94,606.85** | **1.18%** |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司土地开发业务储备项目规模较大，该业务持续性较好，但相关收入实现受市场环境及政府规划等因素影响，存在不确定性，且在建项目仍需较大投入，公司面临一定资金支出压力**

土地开发业务由公司本部及子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）作为运营主体，主要负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发工作。根据德清县人民政府、德清县自然资源和规划局与公司签订的《合作开发土地协议》，公司负责完成土地一级开发涉及的土地征用、拆迁、

补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，前期开发资金由公司自筹，待相关地块达到出让条件后，分批移交给德清县然资源和规划局，德清县人民政府以土地开发成本加成20%与公司结算收益，近年该业务毛利率保持在16.67%。2021年，公司已整理出让的土地合计182.32亩，以商住用地为主，实现收入规模较上年有所上升。

截至2021年末，公司在开发土地项目计划总投资158.65亿元，已投资89.62亿元，尚需投资69.02亿元，其中公司已整理完成尚未出让的土地面积为2,672.56亩，对应成本为67.89亿元。公司在手土地开发项目规模较大，该业务持续性较好；未来随着相关地块陆续整理出让，将实现规模可观的收入，但相关收入实现时点受区域土地市场及政府土地出让计划等影响，存在不确定性；此外，在开发土地尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力。

**表7　截至 2021 年末公司主要在开发项目情况（单位：万元）**

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|---|---|---|---|
| 康乾新区土地开发项目 | 937,704.30 | 501,191.24 | 436,513.06 |
| 武康城东新区土地开发项目 | 648,758.38 | 395,012.12 | 253,736.26 |
| **合计** | **1,586,452.68** | **896,203.36** | **690,249.32** |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**工程服务板块主要包括委托代建及工程施工业务，委托代建业务具备一定持续性，盈利能力偏弱**

委托代建业务主要由公司本部、子公司德清建开以及子公司德清县城市投资开发有限公司（以下简称“德清城开”）负责，业务模式仍为公司与德清县住房和城乡建设局、德清县教育发展有限责任公司等委托方签订项目代建协议，按照工程进度确认收入，或工程项目完工达到可使用状态时，委托方将对公司完工项目进行验收，在验收合格后确认结算价款并支付结算资金，结算价款由投入成本加成一定比例构成。2021年公司结转的项目合计实现委托建设收入1.63亿元，毛利率为1.59%，毛利率略高于上年水平，该业务盈利能力偏弱。截至2021年末，公司在建的委托代建项目合计总投资9.01亿元，已投资3.98亿元，尚需投资5.03亿元，累计确认收入2.24亿元，该业务回款较为及时，业务具备一定的持续性。

**表8　截至 2021 年末公司在建的委托代建项目情况（单位：万元）**

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 累计确认收入 |
|---|---|---|---|
| 德清县新高中 | 56,085.00 | 22,087.89 | 9,827.13 |
| 德清县莫舞路南延工程 | 12,000.00 | 6,859.56 | 2,428.33 |
| 下仁公路改扩建（09 省道至舞阳街东延段） | 6,500.00 | 5,345.76 | 5,345.76 |
| 德清县规划五号路（虎山路-莫舞路段）工程 | 6,000.00 | 2,442.43 | 1,674.28 |
| 百渚巷改造提升工程 | 450.00 | 544.02 | 544.02 |
| 新丰路与千秋东街叉口改造工程 | 1,074.05 | 832.42 | 832.42 |
| 塔山街改造提升工程 | 1,113.13 | 992.04 | 992.04 |
| 体育场路提升改造工程 | 830.00 | 728.47 | 728.47 |
| 乾元大道南延工程 | 6,080.00 | - | - |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **合计** | **90,132.18** | **39,832.59** | **22,372.45** |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程施工业务主要由子公司德清县德城园林绿化工程服务有限公司（以下简称“德城绿化”）和子公司德清县市政工程有限公司（以下简称“德清市政”）作为运营主体。其中德城绿化主要从事绿化工程施工、市政公用工程施工等业务，德清市政拥有市政公用工程施工总承包二级和建筑工程施工总承包三级资质，承接项目主要通过邀请招标和公开市场招标方式取得。2021年公司未确认工程服务业务收入，但尚有一定规模的在手订单，该业务项目结算和回款时间均存在一定不确定性。

**公共事业板块收入稳定性较好，但仍处于经营亏损状态，拖累公司盈利水平**

公司公共事业板块为水务业务，主要由下属子公司德清县水务有限公司（以下简称“德清水务”）负责，主要经营模式为德清水务向德清县对河口水库购入原水，并由专业制水公司对原水加工处理，德清水务再对外销售清水，供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区。水价方面，德清县居民生活用水实行阶梯式水价制度和“按户计量、累进计费、按月缴费、全年结算”办法，阶梯水价的最终到户价格3.00元/吨-5.00元/吨不等；非居民用水中，服务业用水4.70元/吨，工业用水5.00元/吨，特种用水6.80元/吨，到户水价中包含污水处理费（生活用水0.85元/吨、服务业用水1.50元/吨、工业及特种用水1.80元/吨）及水源保护补偿资金0.20元/吨。2021年，公司实现水务收入2.95亿元，规模较上年有所增长，亏损大幅收窄，主要系管网漏损率降低叠加工业用水占比有所提升，该业务近年经营持续亏损，拖累公司整体盈利水平。

**表9　近年公司供水业务情况**

| 项目名称 | 2021 年 | 2020 年 |
|---|---|---|
| 供水户数（万户） | 16.62 | 15.25 |
| 供水总量（万立方米） | 7,779.00 | 6,849.00 |
| 售水总量（万立方米） | 6,570.00 | 5,703.00 |
| 管网漏损率（%） | 6.65 | 8.27 |
| 供水户数（万户） | 16.62 | 15.25 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**建材销售业务继续对公司收入形成补充，但盈利贡献有限，且带来一定垫资压力**

建材销售业务主要由子公司德清县城市资产经营管理有限公司负责，主要经营钢材贸易，公司对上游供应商采用货到付款与预付款结合的结算方式，客户主要为浙江长城建设集团物资有限公司、杭州国裕国际贸易有限公司等，对下游客户主要采用货到付款的结算方式，存在一定账期，供应商主要有杭州热联集团股份有限公司、长兴图兴贸易有限公司等，以国有企业为主，账款回收风险相对可控。2021年公司建材销售收入规模同比有所下降，但仍对公司营收形成一定补充，该业务给公司带来一定的垫资压力。2021年受益于钢材价格上涨，公司建材销售业务毛利率有所增长，但盈利表现仍较差。

**2021年公司继续获得较大力度的外部支持**

公司作为德清县内重要的城投平台和基础设施建设、水务运营主体之一，2021年持续获得来自德清县政府部门的外部支持。资本注入方面，公司获得德清县人民政府、德清县财政局和德清县国资办划入的苗木、林木资源、财政拨款和资产划入等合计154,282.95万元，计入资本公积，提升公司资本实力。财政补助方面，公司获得德清县财政局拨入的公用事业运营补贴19,695.28万元，计入其他收益，提高了公司利润水平。

**表10 2021年公司收到的政府支持明细**

**1、资产注入**

| 支持部门 | 依据文件 | 增加资本公积 |
|---|---|---|
| 德清县人民政府 | 德清县人民政府（2021）121号文件 | 划入苗木、林木资源100,013.86万元 |
| 德清县财政局 | 《关于同意县财政安排的财政拨款作为你公司资本公积的批复》 | 财政拨款3,000.00万元 |
| 德清县财政局 | 《关于同意县财政安排的财政拨款作为你公司资本公积的批复》 | 财政拨款22,511.00万元 |
| 德清县国资办 | 《关于德清县自然资源和规划局资产处置的批复》 | 划入资产4,005.09万元 |
| 德清县财政局 | 《关于同意县财政安排的财政拨款作为你公司资本公积的批复》 | 财政拨款24,753.00万元 |
| **合计** | - | **154,282.95万元** |

**2、财政补助**

| 支持部门 | 依据文件 | 增加其他收益 |
|---|---|---|
| 德清县财政局 | 《关于同意县财政安排的财政拨款作为你公司补贴收入的批复》 | 公用事业运营补贴19,695.28万元 |
| **合计** | - | **19,695.28万元** |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

# 六、财务分析

## 财务分析基础说明

以下分析基于经容诚会计师事务所（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，报告采用新会计准则；2021年公司转让子公司德清县众汇房产经纪有限公司并剔除出合并报表范围。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共15家，详见附录四。

## 资产结构与质量

**公司资产规模仍以土地开发投入成本为主，即时变现难度较大，与当地国企的往来款对公司资金有一定占用，资产流动性仍较弱**

随着对土地开发业务持续投入以及划入苗木、林木资源等消耗性生物资产，2021年公司总资产规模有所增长。截至2021年末，公司资产总额增至236.84亿元，同比增长15.03%。公司资产仍以流动资产为主。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 159,628.99 | 6.74% | 186,064.93 | 9.04% |
| 其他应收款 | 608,352.72 | 25.69% | 721,676.31 | 35.05% |
| 存货 | 1,145,111.04 | 48.35% | 746,270.11 | 36.25% |
| **流动资产合计** | **1,966,978.18** | **83.05%** | **1,701,010.31** | **82.62%** |
| 投资性房地产 | 181,783.37 | 7.68% | 55,475.97 | 2.69% |
| 固定资产 | 130,893.96 | 5.53% | 211,600.58 | 10.28% |
| 其他非流动资产 | 61,233.70 | 2.59% | 60,352.50 | 2.93% |
| **非流动资产合计** | **401,373.51** | **16.95%** | **357,922.10** | **17.38%** |
| **资产总计** | **2,368,351.69** | **100.00%** | **2,058,932.40** | **100.00%** |

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2021年末公司货币资金余额较上年末小幅下降，其中3.43亿元资金因借款质押、资金池保证金等因素使用受限，受限比例不高，货币资金较为宽裕。其他应收款主要为公司与德清县城市建设发展总公司、德清县新农村建设投资有限公司等当地国有单位的往来款，较上年末同比有所下降，但规模仍较大，占总资产的比重为25.69%，回收风险可控，但回收时间不确定且部分账期较长，对营运资金造成较大占用。2021年末公司存货账面价值大幅增长，主要系划入苗木、林木资源等消耗性生物资产以及公司对工程项目进行资本投入，致使项目开发成本增幅较大所致。2021年收入准则发生变化，公司将已到履约可回收阶段的项目统一结转至合同履约成本计量，致使公司存货各细分项账面价值波动较大。截至2021年末，公司存货中共有1.75亿元的项目开发成本用于银行借款抵押受限。考虑到土地开发投入变现主要取决于政府土地出让安排及土地市场环境，存货价值变现存在不确定性。

非流动资产方面，投资性房地产均为房屋及建筑物，2021年末账面价值大幅增长主要系价值10.58亿元的动迁房、商品房等房屋资产从公司固定资产中转入，均采用公允价值计量模式，入账评估价值减值0.57亿元，其中共有账面价值为4.64亿元的投资性房地产因银行借款抵押而受限。固定资产为房屋及设备等，由于部分资产重分类至投资性房地产，规模较上年降幅较大。其他非流动资产为停车费收费特许经营权和融资租赁保证金，目前停车收费业务经营效益仍较差。

总体来看，公司资产以项目开发成本为主，即时变现难度较大；其他应收款回收时间存在不确定性，对公司营运资金有一定占用。公司资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

**公司营业收入有所增长，业务盈利能力有所好转但仍较弱，政府补助对利润贡献较大**

公司作为德清县重要的基础设施建设主体，收入来源主要为土地开发、水务和委托代建业务，同时建材销售业务对公司收入有一定补充。其中，土地开发业务储备项目规模较大，未来业务来源有保障，

且毛利率较为稳定。委托代建业务持续性一般，毛利率波动不大。

水务业务收入规模尚可，2021年亏损幅度有所收窄，但对公司盈利仍有拖累；建材贸易业务盈利能力仍较弱。整体来看，2021年公司收入规模和销售毛利率均有所增长，但盈利能力仍较弱；同期土地开发业务和建材贸易业务回款较快，收现比提升，主营业务获现能力尚可。此外，2021年公司收到计入其他收益的政府补助1.97亿元，帮助公司利润由亏转盈，公司盈利能力对政府补助的依赖性强。

**表12　公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 |
|---|---|---|
| 收现比 | 114.31% | 104.26% |
| 营业收入 | 113,110.85 | 99,067.04 |
| 营业利润 | 15,669.96 | 11,606.51 |
| 其他收益 | 19,715.86 | 31,750.38 |
| 利润总额 | 15,748.61 | 11,631.65 |
| 销售毛利率 | 7.68% | 2.56% |

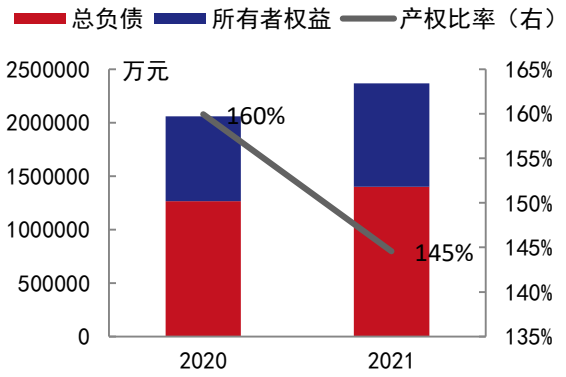
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模略有下降，但规模仍较大，面临较大偿债压力

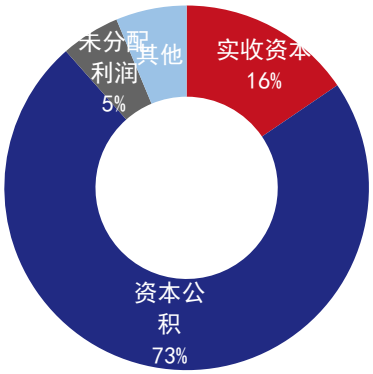
随着公司债券发行规模和同区域内其他国有企业的应付往来款增加，截至2021年末总负债为140.00亿元，同比上升10.51%。随着资产划入以及经营利润的积累，2021年末公司所有者权益增至96.84亿元，同比增长22.26%，产权比率降至144.56%，所有者权益对负债的保障程度提升，但水平仍较低。

**图 2　公司资本结构**




资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3　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

公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，2021年末公司短期借款同比增加，包括保证借款9.74亿元，抵质押借款1.24亿元和抵押保证借款0.40亿元。其他应付款主要为与当地国企和政府单位的往来款，2021年增幅较大主要系公司和控股股东德清建发的往来款大幅增长至23.15亿元，存在一定偿付弹性。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券和长期借款。

非流动负债中，长期借款规模有所下降，主要包括抵质押和保证借款，质押物主要为项目未来收益权、房屋建筑物和土地使用权。2021年公司应付债券规模有所增长，主要系新发行10年期5.00亿元“21恒达01”，新增债券期限较长。

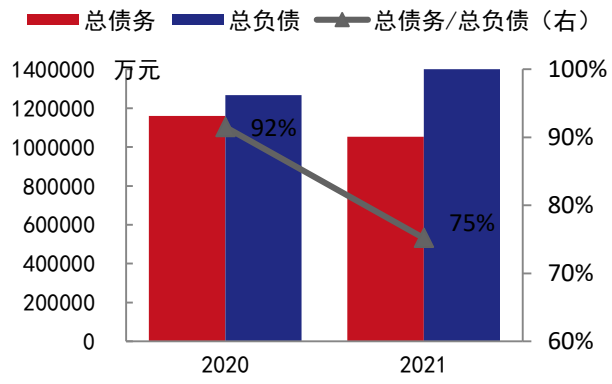
**表13　公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 113,968.92 | 8.14% | 87,650.00 | 6.92% |
| 其他应付款 | 276,252.18 | 19.73% | 65,387.12 | 5.16% |
| 一年内到期的非流动负债 | 219,031.39 | 15.65% | 176,317.59 | 13.92% |
| **流动负债合计** | **660,296.82** | **47.17%** | **367,143.11** | **28.98%** |
| 长期借款 | 424,960.13 | 30.36% | 625,525.45 | 49.38% |
| 应付债券 | 305,532.42 | 21.82% | 269,700.25 | 21.29% |
| **非流动负债合计** | **739,668.98** | **52.83%** | **899,696.95** | **71.02%** |
| **负债合计** | **1,399,965.80** | **100.00%** | **1,266,840.06** | **100.00%** |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

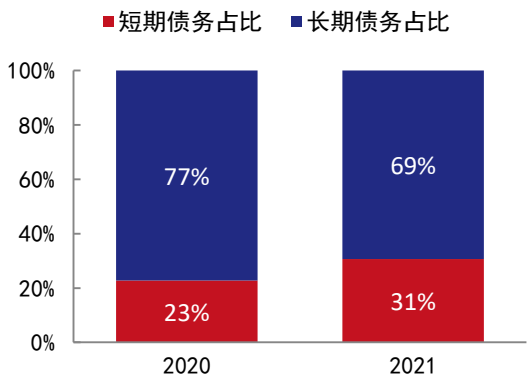
截至2021年末，公司总债务规模为105.28亿元，较上年末略有下降，但规模仍较大。其中短期债务规模有所增长，考虑到公司资产流动性较弱，主营业务盈利能力较差，公司面临较大偿债压力。

**图 4　公司债务占负债比重**




资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

**图 5　公司长短期债务结构**




资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，截至2021年末，公司资产负债率下降至59.11%，财务杠杆水平仍较高。受短期债务增加影响，现金短期债务比有所下滑，现金类资产对短期债务的保障程度处于较差水平。EBITDA利息保障倍数变化不大，盈利对利息的保障水平仍很低。总体来看，公司面临较大的偿债压力。

**表14　公司偿债能力指标**

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 |
|---|---|---|
| 资产负债率 | 59.11% | 61.53% |
| 现金短期债务比 | 0.50 | 0.70 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.60 | 0.58 |

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

## （一）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4月2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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）对外担保

截至2021年末，公司对外担保金额为5.01亿元，占当期期末净资产的比重为5.17%，担保对象为国有企业，但无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

**表15 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

| 被担保方 | 担保金额 | 担保到期日 | 是否有反担保 |
|---|---|---|---|
| 德清联创科技新城建设有限公司 | 6,000.00 | 2024.12.30 | 否 |
| 浙江众创地理信息科技有限公司 | 2,000.00 | 2022.01.13 | 否 |
| | 700.00 | 2022.01.13 | 否 |
| 德清科技新城芯片科技有限公司 | 2,400.00 | 2022.01.15 | 否 |
| 德清经济开发区市政服务有限公司 | 5,000.00 | 2022.03.09 | 否 |
| 德清县城市建设发展总公司 | 17,000.00 | 2024.01.13 | 否 |
| | 17,000.00 | 2022.01.13 | 否 |
| **合计** | **50,100.00** | - | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

# 八、抗风险能力分析

从区域环境来看，2021年德清县经济实力和财政收入水平均有所提升，实现地区生产总值615.54亿元，同比增长8.7%；实现一般公共预算收入83.25亿元，同比增长24.11%，增速均显著高于全国平均水平。县内以旅游业为优势产业，工业方面县内以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居三大主导产业。公司作为德清县内重要的城投平台之一，以及城东区域和康乾新区的基础设施建设主体，在项目承接、资产划拨和财政补助上都能够获得德清县政府部门的支持。公司土地开发业务为收入和利润的主要来源，该业务储备项目规模较大，持续性较好。公司另有工程服务、公共事业板块业务收入作为补充，能够为公司经营和收益稳定性提供支撑。

从偿债能力来看，2021年公司总债务规模有所减小，但仍保持较大规模，现金类资产对短期债务的保障程度和EBITDA对利息的保障程度均偏弱，公司偿债压力仍然较大。整体来看，公司抗风险能力尚可。

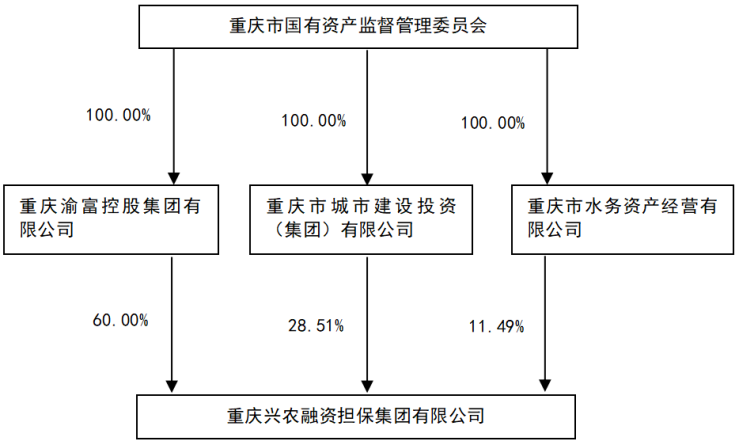
# 九、本期债券偿还保障分析

**兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平**

兴农担保对公司本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保。在本期债券存续期间和到期时，如公司不能兑付债券本金或利息，兴农担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行担保责任。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。经监督机构及审批机关批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担本担保函项下的保证责任。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

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。历经数次增资及股权变更，截至2021年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权关系如下图所示。

**图 6 截至 2021 年末兴农担保股权结构**




资料来源：兴农担保提供

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。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

**表16 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | | 2019 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 担保费收入 | 9.21 | 70.12% | 8.89 | 76.14% | 7.96 | 76.16% |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 利息收入 | 2.55 | 19.38% | 2.33 | 19.93% | 1.76 | 16.78% |
| 其他收入 | 1.38 | 10.49% | 0.46 | 3.92% | 0.74 | 7.06% |
| **合计** | **13.13** | **100.00%** | **11.68** | **100.00%** | **10.46** | **100.00%** |

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

**表 17 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 期末在保余额 | 892.51 | 917.46 | 787.92 |
| 其中：直接融资担保余额 | 771.33 | 809.00 | 690.12 |
| 间接融资担保余额 | 84.98 | 92.07 | 87.88 |
| 非融资性担保余额 | 36.19 | 16.40 | 9.92 |
| 当期发生担保金额 | 142.26 | 227.48 | 354.55 |
| 当期解除担保金额 | 167.22 | 147.16 | 41.26 |
| 融资担保责任余额 | 554.11 | 520.97 | 519.14 |
| 当期代偿金额 | 4.78 | 1.08 | 3.58 |
| 当期回收金额 | 3.21 | 0.95 | - |
| 累计担保代偿额 | 15.95 | 11.17 | 10.09 |
| 累计代偿回收额 | 11.79 | 8.78 | 7.35 |
| 当期担保代偿率 | 2.86% | 0.73% | 8.68% |
| 累计担保代偿率 | 2.59% | 2.49% | 2.88% |
| 累计代偿回收率 | 73.93% | 78.63% | 72.87% |

注：以上担保业务数据均不含交通担保；
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，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，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

**表 18 兴农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 | 13.13 | 11.68 | 10.45 |
| 其中：已赚担保费 | 9.87 | 7.52 | - |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 利息收入 | 2.55 | 2.33 | 1.76 |
| 投资收益 | 0.36 | 0.44 | 0.26 |
| 营业支出 | 10.66 | 7.08 | 7.51 |
| 其中：提取担保赔偿准备金 | 4.12 | 3.72 | 4.68 |
| 业务及管理费 | 1.83 | 1.53 | 1.97 |
| 营业利润 | 2.47 | 3.72 | 3.02 |
| 利润总额 | 2.49 | 3.66 | 3.06 |
| 净利润 | 2.07 | 3.11 | 2.57 |
| 净资产收益率 | 2.11% | 3.11% | 2.62% |

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，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兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

## 十、结论

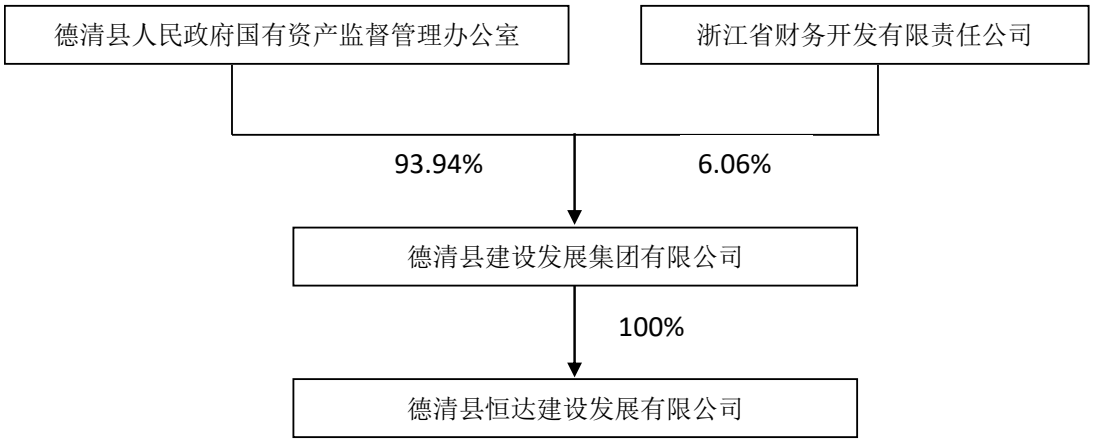
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

# 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 159,628.99 | 186,064.93 | 210,080.38 |
| 其他应收款 | 608,352.72 | 721,676.31 | 892,273.83 |
| 存货 | 1,145,111.04 | 746,270.11 | 544,862.68 |
| 流动资产合计 | 1,966,978.18 | 1,701,010.31 | 1,736,940.37 |
| 非流动资产合计 | 401,373.51 | 357,922.10 | 305,685.44 |
| 资产总计 | 2,368,351.69 | 2,058,932.40 | 2,042,625.80 |
| 短期借款 | 113,968.92 | 87,650.00 | 50,700.00 |
| 其他应付款 | 276,252.18 | 65,387.12 | 56,373.97 |
| 一年内到期的非流动负债 | 219,031.39 | 176,317.59 | 246,807.05 |
| 流动负债合计 | 660,296.82 | 367,143.11 | 372,704.64 |
| 长期借款 | 424,960.13 | 625,525.45 | 717,421.45 |
| 应付债券 | 305,532.42 | 269,700.25 | 177,476.38 |
| 长期应付款 | 1,396.01 | 1,510.53 | 1,627.11 |
| 非流动负债合计 | 739,668.98 | 899,696.95 | 909,498.23 |
| 负债合计 | 1,399,965.80 | 1,266,840.06 | 1,282,202.87 |
| 总债务 | 1,052,793.90 | 1,159,193.29 | 1,202,417.87 |
| 营业收入 | 113,110.85 | 99,067.04 | 94,588.21 |
| 所有者权益 | 968,385.88 | 792,092.34 | 760,422.93 |
| 营业利润 | 15,669.96 | 11,606.51 | 12,693.83 |
| 其他收益 | 19,715.86 | 31,750.38 | 23,631.47 |
| 利润总额 | 15,748.61 | 11,631.65 | 12,751.80 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 131,056.94 | 85,545.79 | -176,060.26 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -46,315.50 | -7,509.03 | -54,330.57 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -107,926.62 | -91,699.30 | 229,891.87 |
| **财务指标** | **2021 年** | **2020 年** | **2019 年** |
| 销售毛利率 | 7.68% | 2.56% | 8.47% |
| 收现比 | 114.31% | 104.26% | 96.38% |
| 资产负债率 | 59.11% | 61.53% | 62.77% |
| 现金短期债务比 | 0.50 | 0.70 | 0.71 |
| EBITDA（亿元） | 3.54 | 4.25 | 3.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.60 | 0.58 | 0.60 |

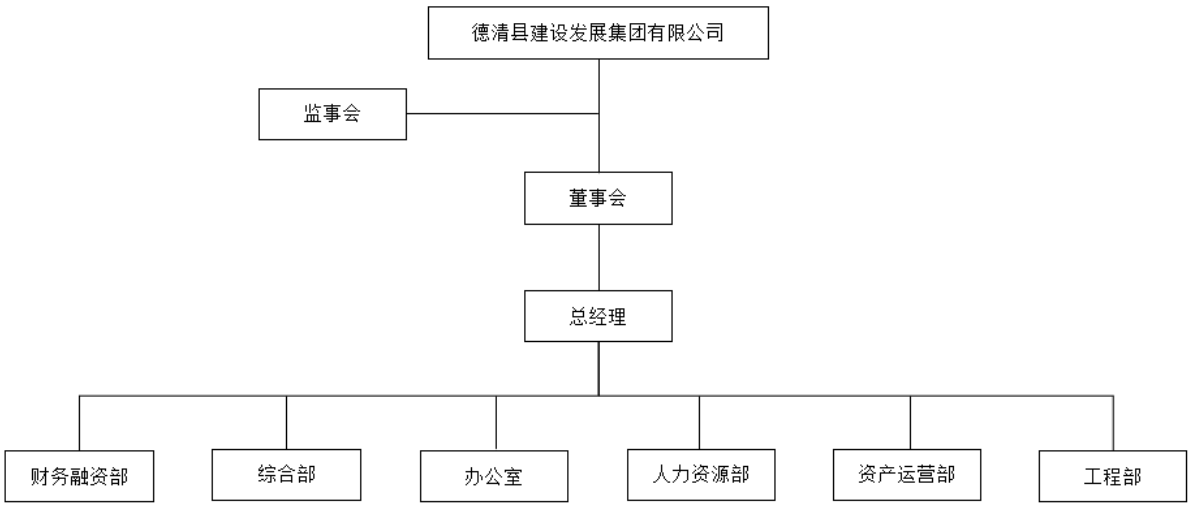
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 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）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|---|---|---|---|
| 德清县建设开发有限公司 | 60,600.00 | 82.51% | 基础设施、土地开发 |
| 德清县建安建设工程检测有限公司 | 500.00 | 100.00% | 工程实体质量检测、装修材料、咨询 |
| 德清县德城园林绿化工程服务有限公司 | 15,000.00 | 100.00% | 绿化工程施工、养护 |
| 德清县市政工程有限公司 | 9,509.00 | 100.00% | 市政工程建筑 |
| 德清县城市投资开发有限公司 | 50,000.00 | 100.00% | 基础设施、土地开发 |
| 德清县春晖房地产开发有限公司 | 1,180.00 | 100.00% | 房地产开发、经营 |
| 德清县城市资产经营管理有限公司 | 30,000.00 | 100.00% | 资产管理、投资管理 |
| 德清县市场经营管理有限公司 | 100.00 | 100.00% | 市场经营管理、市场开发建设 |
| 德清县建设发展集团停车场管理有限公司 | 20,000.00 | 100.00% | 停车场及相关设施建设运营 |
| 德清县金睿达投资管理有限公司 | 72,000.00 | 51.39% | 资产投资管理 |
| 德清县水务有限公司 | 3,600.00 | 100.00% | 供水生产及供应 |
| 浙江德清之芯信息科技有限公司 | 100.00 | 60.00% | 软件和信息技术服务 |
| 德清县水司水暖管道有限公司 | 800.00 | 100.00% | 水暖管道销售 |
| 德清县兴源市政工程有限公司 | 500.00 | 100.00% | 市政建设 |
| 德清县恒丰污水处理有限公司 | 300.00 | 100.00% | 污水处理 |

资料来源：公司2021年审计报告及公开信息，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 | （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% |
| 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 |
| 现金类资产 | 货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 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） |
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+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。 |