

2019年西峡县财和产业集聚区投资有限公司 养老产业专项债券2023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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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：



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话: 0755-82872897

传真: 0755-82872090

邮编: 518040

网址: www.cspengyuan.com

2019年西峡县财和产业集聚区投资有限公司¹养老产业专项债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 西峡债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到西峡县面积居河南省区县第二位，近年经济保持增长，作为西峡县最主要的基础设施建设主体，2022 年南阳财和投资有限公司（以下简称“南阳财和”或“公司”）继续获得较大力度的外部支持，以及重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保有效提升了“19 西峡债”的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司贸易和物流业务客户集中度很高，存在较大规模关联交易，资产流动性较弱且存在一定规模的对外担保，以及债务即期偿付压力较大等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为作为西峡县最主要的基础设施建设主体，预计公司业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	110.35	124.78	126.67
所有者权益	75.18	73.56	71.21
总债务	22.87	24.58	22.74
资产负债率	31.87%	41.04%	43.78%
现金短期债务比	0.16	0.45	0.92
营业收入	56.97	52.88	53.73
其他收益	1.39	1.68	1.32
利润总额	0.93	0.85	1.07
销售毛利率	3.13%	2.19%	3.59%
EBITDA	2.70	2.39	2.74
EBITDA 利息保障倍数	1.21	0.87	1.30
经营活动现金流净额	0.07	-1.97	3.62

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 公司于 2020 年 6 月 19 日更名为南阳财和投资有限公司。

优势

- **南阳市经济财政实力省内排名靠前，近年西峡县投资和进出口贸易保持较高增速，区域经济持续增长。**南阳市是河南省面积最大、人口众多的农业大市，地处豫鄂陕三省交界处，具有交通区位优势，近年来高成长性制造业成为经济增长主要推动力；西峡县面积居河南省区县第二位，主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业，为全国最大的香菇生产加工出口基地。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022年西峡县财政局继续向公司注入货币资金3.07亿元，计入资本公积，此外，公司继续获得1.39亿元政府补贴收入，有效提升了利润水平。
- **保证担保提升了“19西峡债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，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有效提升了“19西峡债”的信用水平。

关注

- **公司贸易和物流业务客户集中度很高，且存在关联交易。**公司贸易和物流业务的经营主体为子公司河南成飞物流有限公司（以下简称“成飞物流”），客户以河南龙成集团有限公司（以下简称“龙成集团”）及其关联公司为主，上述两类业务对单一客户的依赖性较强，公司收入中贸易业务收入占比高，但毛利率水平很低；此外，成飞物流为公司与龙成集团的合资公司，存在较大规模关联交易。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产仍以土地、工程施工项目、应收款项和预付款项为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的83.12%，其中应收款项和预付款项占比较大，对资金形成占用，且应收款项回收时间具有一定不确定性。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**2022年末公司对外担保金额为13.92亿元，虽然被担保对象主要为西峡县及南阳市国有企业和事业单位，但均未设置反担保措施，仍存在一定或有负债风险。
- **公司债务到期偿付压力较大。**2022年末公司短期债务大幅增长，短期债务占总债务的57.81%，现金短期债务比持续降至0.14，现金类资产对短期债务覆盖不足，且公司备用流动性较低。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
	区域状况评分	4/7		经营状况	6/7
区域状况	区域状况初始评分	4/7	城投经营&财务状况	财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
	ESG因素	0			
调整因素	审计报告质量	0			
	不良信用记录	0			
	补充调整	0			

个体信用状况	a
外部特殊支持	3
主体信用等级	AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西峡县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与西峡县政府的联系非常紧密以及对西峡县政府非常重要。同时，中证鹏元认为西峡县政府提供支持的能力较强，主要体现为较好的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/19 西峡债	2022-06-29	马琳丽、郑丽芬	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	阅读全文
AA/稳定	AAA/19 西峡债	2019-06-13	马琳丽、胡长森	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 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
19 西峡债	7.50	6.00	2022-06-29	2026-09-23

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、债券募集资金使用情况

公司于2019年09月23日发行7年期7.5亿元公司债券，募集资金原计划用于西峡县惠民康复保健养老中心项目及补充流动资金。截至2023年6月8日，“19西峡债”募集资金专项账户余额为67,630.49元。

三、发行主体概况

2022年3月，西峡县财政局将持有公司的17%股权、西峡县财务开发公司将持有公司的3%股权无偿划拨给西峡县康乐文化旅游发展有限公司（以下简称“康乐文旅”），康乐文旅的实际控制人为南阳市财政局。2022年以来，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，南阳交投、西峡县财政局和康乐文旅持有公司的股权分别为60%、20%和20%，公司控股股东为南阳交投，实际控制人为南阳市财政局。

公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，主要负责城市基础设施项目建设、供水、贸易及物流等业务，其中贸易和物流业务由重要子公司成飞物流负责。2022年公司收购2家子公司：西峡县公铁联运物流园有限公司和深圳源天创股权投资有限公司，同时通过股权转让方式减少3家子：公司河南龙成成飞置业有限公司、河南财和食用菌交易市场有限公司和西峡县财和科教产业发展有限公司，2022年末纳入公司合并范围的一级子公司共9家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿

元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》(国办发[2022]20 号)，要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工

工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

南阳市为河南省地级市，是河南省面积最大的农业大市，地处豫鄂陕三省交界处，具有交通区位优势，近年来高成长性制造业成为经济增长主要推动力，经济财政实力省内排名靠前，但人均GDP较低，2022年政府性基金收入同比下降较多，地方政府债务快速扩张

区位特征：南阳市是河南省面积最大的地级市，地处三省交界，区位交通优势显著，自然禀赋优越。南阳市是河南省下辖地级市，具有承东启西、连南贯北的特点，地理位置优越，是国务院批复确定的中部地区重要的交通枢纽。南阳境内许平南襄高速、沪陕高速、焦枝铁路、宁西铁路、郑渝高铁贯穿市域，南阳机场是河南三大民用机场之一，目前南阳已初步形成以铁路、航空、高速公路为骨架，干线公路为支撑，农村公路为网络的立体交通运输格局。南阳市内河流众多，分属长江、淮河、黄河三大水系，是南水北调中线工程水源地和渠首所在地，南阳水储量、亩均水量及人均水量均居全省第一位。南阳矿产资源丰富，已探明各类矿产85种、468处，其中石墨、银矿、铜矿储量居全省首位；金矿、石油储量居全省第二位。南阳现辖2个行政区、4个开发区、10个县、1个代管县级市，全市面积2.66万平方公里，2022年末常住人口961.50万人，是河南省面积最大、人口第二多的城市。

图1 南阳市区位示意图



资料来源：公开资料

经济发展水平：南阳市经济总量省内排名靠前，近年来经济保持增长，但人均GDP较低。近年南

阳市经济保持增长，2022年GDP在河南省各地级市中排名第3位，GDP同比增速位居全省前列，三次产业结构为16.1:32.0:51.9。南阳市人均GDP是全国水平的55.25%，处于较低水平。投资及消费是拉动南阳市经济增长的主要动力，得益于第二、三产业投资的增长，近年南阳市固定资产投资呈现较快增长，2022年同比增长13.2%，高于全省6.5个百分点，其中第二产业投资同比增长27.7%，占固定资产投资比重为45.9%；第三产业投资同比增长6.5%，占固定资产投资比重为48.7%；社会消费品零售总额增速有所波动，2022年增速降至2.3%，但仍高于全省2.2个百分点。南阳市进出口贸易呈现快速增长态势，2022年进出口总值居全省第4位，进出口增速居全省第2位。

表1 2022年河南省部分地级行政区经济财政指标情况（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
郑州市	12,934.70	1.0%	10.08	1,130.80	521.10
洛阳市	5,675.20	3.0%	8.02	395.40	155.70
南阳市	4,555.40	4.8%	4.73	256.90	169.20
新乡市	3,463.98	5.3%	5.62	227.03	111.78
开封市	2,657.11	4.3%	5.66	198.58	147.00
漯河市	1,812.90	5.2%	7.65	126.97	45.32
鹤壁市	1,107.04	4.3%	7.04	81.14	47.03

注：郑州市、开封市和鹤壁市人均GDP根据2022年末常住人口计算，其余城市数据来自统计公报。

资料来源：各区县政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表2 南阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,555.40	4.8%	4,342.22	9.0%	3,925.86	2.2%
固定资产投资	-	13.2%	-	13.1%	-	5.5%
社会消费品零售总额	2,245.84	2.3%	2,196.27	9.9%	1,998.73	-3.8%
进出口总额	239.10	57.8%	165.60	28.6%	128.60	-26.6%
人均GDP（元）		47,344		44,894		40,418
人均GDP/全国人均GDP		55.25%		55.44%		55.79%

注：“-”表示数据未公开披露；2020年人均GDP按南阳市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：南阳市2020-2022年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：南阳市为传统农业大市，受益于“中原经济区”战略的实施和东部产业的梯次转移，近年制造业增长提速。南阳市位于南北分界线秦岭淮河一线，气候温和，雨水充沛，是全国粮、棉、油、烟集中产地，林、果、药和土特产品资源丰富，有林木30多种、经济林20多种，以及盛产山茱萸、辛夷、杜仲、桔梗等中药材，是全国中药材的主产区之一，“南阳黄牛”居全国5大优良品种之首，“南阳黑猪”在全省享有盛名，“南阳柞蚕”居全省首位，2022年全市粮食作物种植面积1308.29千公顷，粮食产量715.53万吨。近年来南阳大力实施“工业立市、兴工强市”战略，把制造业高质量发展作为主攻方向，着力布局数字光电、防爆电机、汽车及零部件、集成电路等新兴产业发展，区域内聚集了牧原股份、中光学、森霸传感、飞龙股份等多家上市公司。2022年南阳市全部工业增加值为1,072.39亿元，

同比增长 5.7%，其中战略新兴产业、高新技术产业增加值分别同比增长 7.0% 和 10.9%，合计占规模以上工业增加值的比重为 48.9%。“十四五”时期南阳市将推动纺织服装、油碱化工两大传统产业转型升级，着力发展装备制造、绿色食品、冶金建材三大支撑产业，壮大培育生物医药、电子信息、新材料、新能源四大新兴产业，构建市域“234”工业发展格局。

财政及债务：近年南阳市一般公共预算收入持续增长，但财政自给率较低，2022 年政府性基金收入同比下降较多，地方政府债务快速扩张。近年南阳市一般公共预算收入持续增长，2022 年为 256.90 亿元，其中税收收入占比 70.00%，财政收入质量较好；财政自给率 33.08%，财政自给能力偏低。受房地产市场下行影响，南阳市国有土地出让收入大幅下降导致政府性基金收入同比下降较多。区域债务方面，受专项债增长较快影响，近年南阳市地方政府债务快速扩张，截至 2021 年末，南阳市广义政府债务率²为 129.84%，处于较低水平，但随着债务规模的增加，以及政府性基金收入的下降，预计南阳市地方政府债务率将提高。

表3 南阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	256.90	224.83	202.13
税收收入占比	70.00%	69.27%	69.28%
财政自给率	33.08%	30.12%	27.15%
政府性基金收入	169.20	242.32	229.93
地方政府债务余额	1,077.04	835.81	626.30

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：2020-2022 年南阳市财政预算报告、政府官网等，中证鹏元整理

西峡县面积居河南省区县第二位，主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业，为全国最大的香菇生产加工出口基地，但产业层次总体不高；近年西峡县经济财政实力持续提升，但人均产值仍低于全国平均水平

区位特征：西峡县位于豫鄂陕三省交汇地带，为河南省第二区域大县，县内矿产资源和旅游资源丰富。西峡县隶属于河南省南阳市，位于河南省西南边陲、豫鄂陕三省交汇地带，下辖 1 乡 15 镇 3 个街道，总面积 3,454 平方公里，居河南省区县第二位，2022 年末西峡县常住人口为 44.5 万人。交通方面，宁西铁路、宁西铁路二线、沪陕高速、三淅高速，312、208、209、345、241 五条国道和 328、329、527 三条省道在西峡县交汇，距南阳机场 120 公里，距郑州、武汉、西安国际机场均在 300 公里以内，但县内尚未开通高铁。西峡县矿产资源和旅游资源丰富，已探明有开采价值的矿藏 49 种，其中红柱石储量居全国之最，镁橄榄石储量居亚洲首位，金红石储量上亿吨；全县森林覆盖率达 80.35%，是河南省第一林业大县，也是河南省 12 个国家重点生态功能区之一，现有 5A 级景区 2 家、4A 级景区 4 家，

² 广义政府债务率=（地方政府直接债务余额+地区已发债城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）。

是全国旅游百强县；有中药材 1,328 种，其中山茱萸年产量占全国总产量的三分之一。

图 2 西峡县区位示意图



资料来源：河南省政府官网，中证鹏元整理

经济发展水平：近年西峡县投资和进出口贸易保持较高增速，带动区域经济增长，但人均 GDP 仍低于全国平均水平。近年西峡县地区生产总值保持增长，GDP 增速均高于全国平均水平，三次产业结构由 2020 年的 14.1:39.8:46.1 调整为 2022 年的 13.5:40.1:46.4，经济结构以第二、三产业为主，经济总量在南阳市下辖 13 个区县中排名较为靠后，但一般公共预算收入排名靠前。按常住人口计算，2022 年西峡县人均 GDP 为 6.79 万元，为全国人均 GDP 的 79.23%。近年西峡县固定资产投资保持较高增速，主要系工业投资增长所致，销售增速波动较大，整体表现一般，进出口贸易呈现快速增长态势，2022 年西峡县进出口总额为 123.41 亿元，同比增长 74.7%，其中出口完成 115.63 亿元，主要系香菇出口业务带动，2022 年西峡县以香菇为主的食用菌及深加工产品出口企业 130 余家，出口额达 82 亿元人民币，西峡县已成为全国最大的香菇标准化生产基地、全国食用菌生产大县、全国最大的香菇生产加工出口基地。

表4 2022年南阳市部分区县经济财政指标情况（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
卧龙区	508.0	-	4.65	13.41	18.24
邓州市	504.8	5.3%	4.09	22.90	11.93
唐河县	431.1	5.5%	4.14	15.01	30.29
新野县	315.2	5.1%	5.29	10.50	-
方城县	306.8	4.6%	3.55	13.12	-
西峡县	302.3	5.4%	6.79	22.28	10.40
淅川县	284.5	5.0%	5.34	14.60	-

注：“-”表示数据未公示；除邓州市、西峡县外，其他各区县人均GDP根据2021年末常住人口计算。

资料来源：各区县（市）政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表5 西峡县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	302.3	5.4%	283.9	8.4%	258.0	3.2%
固定资产投资	-	16.0%	-	10.1%	-	11.6%

社会消费品零售总额	71.8	3.2%	69.6	10.1%	63.2	-2.5%
进出口总额	123.41	74.7%	12.6	24.9%	10.0	-
人均 GDP (元)		67,896		63,384		57,295
人均 GDP/全国人均 GDP		79.23%		78.28%		79.09%

注：2020-2021年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：西峡县 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西峡县主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业，但产业层次总体不高，工业产业的初级产品较多。西峡县以先进装备制造业、新材料业和中药食品业为三大主导产业，形成了新型特钢、冶金新材料、中药制药与绿色食品、汽车零部件 4 个百亿级产业园，其中先进装备制造业以汽车配件和新型钢构为主，汽车零部件方面以飞龙股份、众德公司、劲派集团等企业为龙头，新型特钢方面重点企业有汉冶特钢、恒立、恒路、富煌钢构等。西峡县冶金功能材料特色产业基地被认定为国家火炬南阳西峡冶金功能材料特色产业基地，重点企业有西保集团、通宇公司、龙成冶金材料等。西峡县为“中国猕猴桃之乡”、“中国香菇之乡”和“中国山茱萸之乡”，其猕猴桃、香菇、山茱萸先后被认定为“国家地理标志保护产品、国家生态原产地保护产品、国家农产品地理标志产品”，围绕香菇、猕猴桃、中药材精深加工，形成以仲景宛药、仲景食品、果然风情等为龙头的菌果药三大特色产业，其中仲景食品为国家级龙头企业，2022 年西峡县规模以上工业增加值同比增长 7.2%。但西峡县工业产业的初级产品较多，高新技术产业、高附加值产品的比重偏低，工业经济转型步伐不快，特色农业比较效益仍然较低，产业层次总体不高。

财政及债务水平：近年西峡县综合财力持续提升，但地方政府债务余额亦呈现较快增长。近年西峡县一般公共预算收入稳定增长，税收收入占比稳定在 75% 左右，财政收入质量较好，2022 年财政自给率提升至 48.04%；政府性基金收入虽持续上升，但规模较小。区域债务方面，近年西峡县地方政府债务余额快速增长，截至 2022 年末，西峡县广义政府债务率为 138%。

表6 西峡县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	22.28	19.58	17.52
税收收入占比	74.95%	75.27%	75.04%
财政自给率	48.04%	45.87%	45.48%
政府性基金收入	10.40	9.32	7.91
地方政府债务余额	55.09	42.59	31.48

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：2020-2021 年西峡县财政预决算报告、西峡县财政局提供，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为西峡县最主要的基础设施建设主体，公司平台地位突出，承担了西峡县大量的基础设施建设任务，同时也从事供水、贸易以及物流等业务，近年西峡县政府持续在资产注入和财政补贴等方面给

予公司大力支持，公司供水业务具有区域专营性，但贸易和物流业务主要来自龙成集团及其关联方，关联交易规模较大，且贸易业务盈利能力很弱，需关注代建业务的持续性

作为西峡县最主要的基础设施建设主体，公司承担了西峡县大量的基础设施建设任务，目前收入主要来自工程代建、贸易、物流和供水等业务，2022年贸易业务收入占比为85.09%，但贸易业务毛利率很低，导致公司销售毛利率持续处于较低水平，2022年公司工程代建、物流以及贸易业务毛利润占比分别为38.88%、30.03%和16.31%。公司于2020年从龙成集团收购河南龙成飞置业有限公司（以下简称“成飞置业”）51.02%股权，并将成飞置业纳入合并范围，由此产生房地产销售收入，2022年公司将持有成飞置业的全部股权以原价1.25亿元再回售给龙成集团，后续公司不再产生房地产收入。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建收入	4.33	7.59%	16.02%	4.32	8.17%	16.67%
商品贸易	48.47	85.09%	0.60%	42.77	80.88%	0.42%
物流收入	2.48	4.35%	21.59%	3.76	7.11%	2.49%
供水及安装收入	0.64	1.13%	-7.33%	0.42	0.80%	-60.14%
房地产销售收入	0.58	1.02%	10.29%	1.23	2.32%	9.50%
其他	0.29	0.51%	34.07%	0.26	0.49%	75.91%
主营业务收入	56.80	99.71%	2.87%	52.76	99.78%	2.00%
其他业务收入	0.17	0.29%	90.64%	0.12	0.22%	86.56%
合计	56.97	100.00%	3.13%	52.88	100.00%	2.19%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司目前无在建代建项目，需关注代建业务的持续性以及自营项目后续收入实现情况

公司是西峡县最重要的平台公司，受西峡县政府单位的委托，承担了基础设施工程代建业务，具体建设模式有两种：（1）公司与西峡县人民政府、西峡县市政有限公司（以下简称“市政公司”）签订《委托代建业务合作三方协议》，西峡县财政局委托市政公司对公司下达基础设施建设任务，每年末经西峡县财政局、市政公司审核后，西峡县财政局委托市政公司按照完工进度向公司支付建设资金；（2）公司就具体项目与西峡县人民政府签订《代建协议》，根据代建协议，公司负责工程项目的组织实施和建设指挥，西峡县人民政府按工程进度向公司支付代建投资额以及20%的项目代建费用。2022年公司代建业务收入为4.33亿元，毛利率为16.02%，均保持稳定。

表8 公司代建收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入
2022年	栾西高速项目	27,000.11
	G345 线西峡米坪至西坪段白连山隧道新建工程	14,421.08

西峡县卫校路提升改造工程	1,843.26
合计	43,264.45
2021年 栾西高速项目	43,200.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司无在建代建项目，存货中工程施工成本为9.78亿元，主要为已完工尚待结算的代建项目，但近年公司未新增代建项目，需关注代建业务的持续性；公司在建项目包括自营的西峡县惠民康复保健养老中心项目（“19西峡债”募投项目）以及智慧停车项目，合计计划总投资14.39亿元，已投资7.67亿元，其中西峡县惠民康复保健养老中心项目的收入来源主要包括养老床位收入、康复医疗收入以及停车场收入等，需关注自营项目后续收入实现情况。

表9 截至2022年末公司主要建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计已投资	项目建设模式
智慧停车项目	5.54	1.87	自营
西峡县惠民康复保健养老中心项目	8.85	5.80	自营
合计	14.39	7.67	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）贸易和物流业务

公司贸易和物流业务客户集中度很高，对单一客户的依赖性较强，存在关联交易，且贸易业务盈利能力很弱

公司贸易业务由子公司成飞物流负责，成飞物流分别由公司和龙成集团持股51.02%和48.98%，经营模式为成飞物流从上游供应商采购货物，销售给下游客户，赚取差价。公司主要采取以销定购的模式，根据下游客户对贸易产品的需求，在签订销售合同的同时与货物供应商签订同等品种、数量的贸易采购合同，主要贸易品种包括燃料（主要为焦炭）、煤、原辅材料以及合金等。2022年公司贸易业务收入为48.47亿元，同比增长13.34%，但毛利率很低，公司贸易业务盈利能力很弱。

公司贸易业务上游供应商主要包括浙江东南网架集团有限公司、山西阳光焦化集团股份有限公司以及中国平煤神马集团焦化销售有限公司等公司；下游客户方面，以龙成集团及其关联公司为主，2022年前五大客户合计销售金额为47.64亿元，占当期贸易收入的98.29%。根据购销合同，下游客户到公司货场提货，货物运输费用由客户承担，货款每月结算一次。整体来看，公司贸易业务客户集中度很高，对单一客户的依赖性较强，且存在关联交易。

表10 公司主要贸易业务客户及供应商构成情况（单位：万元）

年份	前五大供应商	采购金额	前五大客户	销售金额
2022年	浙江东南网架集团有限公司	178,604.09	河南龙成集团有限公司	442,707.25
	山西阳光焦化集团股份有限公司	79,428.32	河南龙燃再生资源有限公司	29,373.37
	中国平煤神马集团焦化销售有限公司	36,338.44	张掖市捷飞商贸有限公司	3,544.11

2021年	晋能控股煤业集团有限公司	35,138.37	贵州数方迪商贸有限公司	533.32
	陕西黄河物资销售有限责任公司	23,667.98	平顶山市诚益通商贸有限公司	273.46
	合计	353,177.20	合计	476,431.51
	浙江东南网架集团有限公司	188,450.41	河南龙成集团有限公司	369,267.42
	山西阳光焦化集团股份有限公司	70,664.33	河南龙燃再生资源有限公司	42,125.15
	陕西黄河物资销售有限责任公司	24,746.61	南阳汉冶特钢有限公司	7,639.86
	宝丰县洁石煤化有限公司	13,997.00	河北龙成煤综合利用有限公司	891.00
	济源市永盛选煤有限公司	9,756.81	河南龙成煤高效技术应用有限公司	646.66
	合计	307,615.15	合计	420,570.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流业务主要系成飞物流为龙成集团及其关联公司提供的物流服务，对单一客户依赖较强，物流服务涉及储存、运输、配送、咨询等全部业务，还包括订单管理、库存管理、供应商协调等在内的其他服务。具体收费标准依据不同的货物、不同的地点、不同的时间以及发货的紧急情况而定，基本与同行业收费标准持平，运输费以客户实际过磅重量（扣除损耗部分）计算，客户结算入账后一个月内，全额以电汇方式支付给公司。2022年公司物流业务收入为2.48亿元，同比下降34.06%，主要受龙成集团订单量下降影响；毛利率大幅上升至21.59%，主要系2022年下半年以来物流运输单价有所提升，同时给上游司机结算的物流成本有所下降所致，公司物流业务的下游客户也主要为龙城集团关联方。

（三）供水及安装业务

供水及安装业务具有区域专营性，2022年收入有所增长，但毛利率仍为亏损

公司子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，负责提供供水服务和配套的安装服务，并收取供水收入和安装收入，2022年公司供水及安装收入为0.64亿元，同比增长52.32%，主要系西峡县农村人居环境提升建设项目（第一批）改厕工程第一标段项目确认收入导致收入增加，毛利率仍为亏损。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为西峡县最主要的基础设施建设主体，2022年公司继续获得较大力度的外部支持。2022年西峡县财政局继续向公司注入货币资金3.07亿元，计入资本公积。财政补贴方面，2022年公司其他收益为1.39亿元，主要为西峡县财政局拨付给公司的基础设施建设以及供水业务专项资金。

六、财务分析

财务分析基础说明

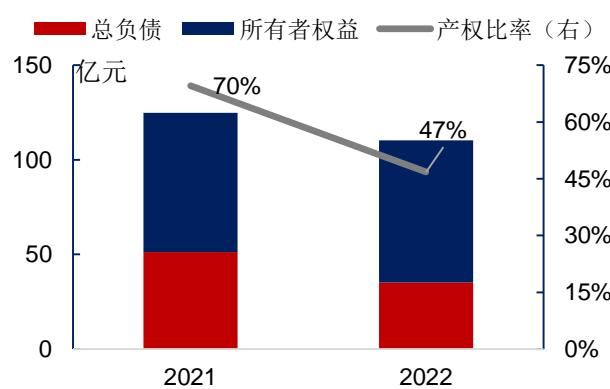
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增2家子公司，同时减少3家子公司。

资本实力与资产质量

由于出售成飞置业股权，公司资产规模有所下降，目前资产仍以土地、工程施工成本、应收款项和预付款项为主，其中应收款项回收时间具有一定不确定性，资产流动性较弱

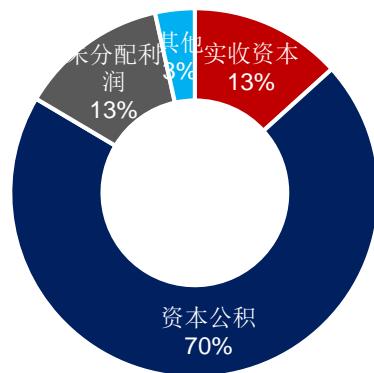
2022年末公司总负债同比下降31.34%，主要系出售成飞置业股权使得往来应付款减少所致；得益于政府资产注入以及利润累积，公司所有者权益同比小幅增长，综合影响下，2022年末公司产权比率降至46.78%，权益对负债的保障程度较好。所有者权益构成上，以政府注入的货币资金以及划拨的土地为主要构成，其次为实缴资本金和利润累积。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司总资产同比下降11.56%，主要系出售成飞置业股权所致，资产构成上，仍以流动资产为主。公司资产以存货、应收款项（应收账款和其他应收款）、预付款项和其他非流动资产为主要构成，2022年末上述资产合计占公司总资产的83.12%。存货为公司最主要的资产，2022年末同比下降较多，主要系成飞置业不再纳入公司合并范围所致，已抵押金额2.23亿元；存货中工程施工成本为9.78亿元，土地使用权为36.52亿元，主要为商服用地和城镇住宅用地。2022年末公司应收款项增长较多，其中应收账款主要包括应收西峡县财政局代建项目工程款4.93亿元和应收南阳汉冶特钢有限公司物流费0.80亿元；其他应收款主要为往来款和股权转让款，前五大应收对象合计应收余额为10.75亿元，占比56.23%，包括对西峡县财和科教产业发展有限公司、西峡县宜居城镇建设投资有限公司、西峡县人民医院以及深圳财和投资发展有限公司等单位的往来款；河南省西峡县农业综合投资公司的股权转让款2.00亿元，系转让河南财和食用菌交易市场有限公司100.00%股权形成的。公司预付款项主要为贸易业务货款，2022年末同比大幅下降主要系预付西峡县市政有限公司、河南省中州公路工程有限公司等公司的工程款结算所致。公司应收款项和预付款项规模较大，对资金形成占用，且应收款项回收时间具有一定不确定性。截至2022年末，公司其他非流动资产为9.52亿元，包括白羽公园1.90亿元、未办证房产0.86亿元和预付的土地出让金6.76亿元，其中白羽公园为公益性资产。

其他资产构成方面，2022年末公司货币资金为2.07亿元，无受限货币资金，但公司货币资金不能覆盖短期债务。2022年末公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，在建工程中有5.80亿元为西峡县惠民康复保健养老中心项目的投资成本。

截至2022年末，公司受限资产合计为4.82亿元，包括受限的存货2.23亿元、固定资产1.73亿元和应收账款0.86亿元。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.07	1.88%	3.02	2.42%
应收账款	6.73	6.10%	4.76	3.81%
预付款项	6.96	6.31%	13.22	10.60%
其他应收款	18.82	17.05%	12.39	9.93%
存货	49.70	45.04%	65.42	52.43%
流动资产合计	84.46	76.53%	99.43	79.68%
固定资产	3.16	2.87%	4.44	3.56%
在建工程	6.24	5.66%	5.52	4.42%
其他非流动资产	9.52	8.62%	11.85	9.50%
非流动资产合计	25.90	23.47%	25.35	20.32%
资产总计	110.35	100.00%	124.78	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入增长主要得益于贸易业务收入增长，但贸易业务毛利率很低，公司自身盈利能力很弱，政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入主要来自工程代建、贸易、物流和房地产销售等业务，其中贸易业务和物流业务均主要来自龙成集团及其关联公司，客户集中度风险很高，且贸易业务毛利率很低，2022年公司营业收入同比增长7.73%，主要系贸易业务收入增长所致。作为西峡县最主要的基础设施建设主体，公司在西峡县地位突出，2022年末公司存货中尚有9.78亿元工程施工成本待结算；房地产业务方面，公司已将成飞置业股权剥离，后续将不再产生房地产销售收入。公司销售毛利率虽有改善但仍较低，盈利能力很弱。

2022年公司继续获得政府补助收入1.39亿元，占利润总额的比重为148.65%，政府补助有效提升了公司利润水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	56.97	52.88
营业利润	0.94	0.83

其他收益	1.39	1.68
利润总额	0.93	0.85
销售毛利率	3.13%	2.19%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模小幅下降，但短期债务大幅增长，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，备用流动性较低，债务即期偿付压力较大

公司总债务规模小幅下降，由于一年内到期的应付债券增加，公司短期债务大幅增长，2022年末总债务占总负债的比重为65.03%，短期债务占总债务比重为57.81%，债务结构有待改善。从品种结构来看，公司债务主要为银行借款、债券融资和非标融资，债务主要集中在一年内到期，2022年末存续债券包括“19西峡债”、“20西峡01”和“22西峡01”，其中“20西峡01”（5.00亿元）已于2023年1月6日兑付，“19西峡债”自2022年9月开始需每年按照债券发行总额（7.50亿元）的20%偿付本金，2023年9月需兑付本金1.50亿元；此外，2023年4月，公司发行“23西峡01”，发行规模为4.00亿元，期限为2年。非标融资均为海通恒信国际融资租赁股份有限公司的融资租赁款。

2022年末公司短期债务由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款主要为保证借款；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的应付债券6.50亿元，剩余为一年内到期的长期借款和融资租赁款。2022年末公司长期债务由长期借款、应付债券和长期应付款有息部分构成，其中长期借款主要为质押+保证借款、保证借款等。

其他经营性负债方面，2022年末应付账款主要为应付货款，同比下降较多，主要系成飞置业不再纳入公司合并范围，导致应付龙成集团工程款下降所致。公司其他应付款大幅下降，主要系应付西峡县丰源商贸有限公司及龙成集团往来款以及应付西峡县自然资源局土地出让金减少所致。

表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	9.74	6.32	1.10	0.55	1.76
债券融资	12.00	6.50	1.50	2.50	1.50
非标融资	1.20	0.40	0.48	0.32	0.00
合计	22.94	13.22	3.08	3.38	3.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.17	14.70%	4.73	9.24%
应付账款	1.73	4.91%	4.03	7.88%

其他应付款	7.33	20.83%	17.77	34.70%
一年内到期的非流动负债	8.05	22.89%	2.01	3.93%
流动负债合计	24.83	70.61%	32.97	64.37%
长期借款	3.42	9.72%	5.20	10.16%
应付债券	5.43	15.43%	12.39	24.19%
长期应付款	1.33	3.77%	0.48	0.93%
非流动负债合计	10.34	29.39%	18.25	35.63%
负债合计	35.17	100.00%	51.22	100.00%
总债务	22.87	65.03%	24.58	48.00%
其中：短期债务	13.22	37.59%	6.74	13.17%
长期债务	9.65	27.43%	17.84	34.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2022年末公司资产负债率下降较多，主要系出售成飞置业股权使得公司总负债下降所致，由于现金类资产减少和一年内到期债务规模增加，公司现金短期债务比降至0.16，货币资金对短期债务的覆盖程度较低，EBITDA利息保障倍数有所改善，但表现仍较弱。截至2022年末，公司已有授信额度已经使用完毕，备用流动性较低。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	31.87%	41.04%
现金短期债务比	0.16	0.45
EBITDA 利息保障倍数	1.21	0.87

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据《南阳财和投资有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，环境方面，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生；社会方面，近一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，2022 年以来，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月24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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额为13.92亿元，占期末所有者权益的比重为18.52%，担保对象主要为西峡县及南阳市国有企业和事业单位（河南省中州公路工程有限公司为民营企业），但由于均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表16 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
南阳交通建设投资集团有限公司	43,925.93	否
西峡县建中城市道路建设有限公司	27,500.00	否
南阳职业学院	21,065.01	否
河南省宜居龙乡实业有限公司	17,428.00	否
西峡县财和科教产业发展有限公司	15,100.00	否
西峡县智源教育科技有限公司	4,800.00	否
乡镇卫生院	4,035.50	否
西峡县人民医院	3,500.00	否
河南省中州公路工程有限公司	1,875.00	否
总计	139,229.44	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

截至2022年末，西峡县财政局和南阳市财政局通过直接及间接方式分别持有公司20%股权和80%股权，公司实际控制人为南阳市财政局，但公司主要在西峡县区域内开展基础设施建设业务，是西峡县最主要的基础设施建设主体。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西峡县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与西峡县政府的联系非常紧密。公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，自公司成立以来，西峡县人民政府在资产注入、财政补贴方面给予公司大力支持，且预计未来公司与西峡县政府的联系比较稳定。

（2）公司对西峡县政府非常重要。公司是目前西峡县唯一的发债平台，承担了西峡县大量的基础设施建设任务，子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，若公司违约将会对西峡县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、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有效提升了“19西峡债”的信用水平

“19西峡债”由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括“19西峡债”本金及对应利息，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，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“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，并分别按照6: 2: 2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2022年9月末，兴农担保注册资本及实收资本均为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为60.00%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至 2022 年末兴农担保的担保余额为 680.31 亿元，其中融资担保余额在期末担保余额的占比由 2020 年的 97.25% 下降至 88.24%。

表17 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	680.31	659.80	596.36
其中：融资担保余额	600.33	623.75	579.96
直接融资担保余额	497.98	540.19	487.90
间接融资担保余额	102.35	83.56	92.06
非融资担保余额	79.98	36.05	16.40
融资担保责任余额	539.22	554.11	520.97
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.20	8.67	8.17

资料来源：兴农担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，2019年以来，由于融资担保业务放大倍数接近监管上限，兴农担保持续控制直接融资担保新增规模，截至 2022 年末兴农担保直接融资担保业务余额为 497.98 亿元。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等 16 个省级行政区，主体信用级别通常在 AA- 及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。

在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至 2022 年末，兴农担保本部间接融资担保余额 102.35 亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以 AA 级主体担保、应收账款质押、抵押物抵押等组合担保方式为主。

截至2022年末兴农担保的资产总额为183.34亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为68.06亿元、44.11亿元、38.73亿元和8.37亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括24.75亿元结构性存款和10.60亿元基金投资，基金投资主要系债权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。鉴于兴农担保对重庆市酿造调味品公司的借款计提3.00亿元坏账准备以及对购买的信托产品计提减值准备0.99亿元，兴农担保的投资资产存在一定的信用风险。

截至2022年末兴农担保的负债为86.97亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为24.74亿元、4.21亿元、7.86亿元、5.20亿元和39.85亿元。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2022年兴农担保实现营业收入 12.51 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 75.70%。2021 年因兴农担保计提较大规模信用减值损失，当期盈利能力有所下降。2022 年兴农担保实现净利润 3.19 亿元，当期净资产收益率为 3.34%，同比均有明显提升。

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2021年兴农担保本部当期担保代偿额为4.78亿元，包括往年出表后转回的代偿项目金额2.92亿元，若剔除该影响，当期兴农担保本部新增担保代偿1.86亿元，代偿项目均来自间接融资担保业务，当期担保代偿率同比上升0.38个百分点至1.11%，累计代偿回收率为73.93%，代偿回收情况较好。

表18 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
资产总额	183.34	183.04	207.48
其中：货币资金	44.11	41.58	31.62
应收代偿款净额	8.37	10.14	9.23
所有者权益合计	96.37	94.54	102.05
营业收入	12.51	13.13	10.80

其中：已赚担保费	9.47	9.87	7.52
利息收入	2.14	2.55	2.33
投资收益	0.46	0.36	0.44
净利润	3.19	2.07	3.11
净资产收益率	3.34%	2.11%	3.11%
当期担保代偿率*	-	2.86%	0.73%
累计代偿回收率*	-	2.59%	2.49%
累计担保代偿率*	-	73.93%	78.63%
拨备覆盖率	361.43%	276.43%	264.25%
I 级资产占比	-	84.20%	82.03%

注：*指本部口径；I 级资产占比指占（资产总额-应收代偿款净额）的比例；“-”指尚未获取

资料来源：兴农担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长；I 级资产占比较高，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，兴农担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，减值压力较大；融资担保责任余额放大倍数高，面临较大的资本补充压力等风险因素。经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“19 西峡债”的信用水平。

十、结论

公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，主要负责城市基础设施项目建设、供水、贸易及物流等业务，2022年公司代建收入保持稳定，且同期末公司存货中尚有一定规模的代建项目施工成本待结算，子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，公司供水及安装业务具有区域专营性，但2022年公司营业收入中贸易和物流收入合计占比为89.44%，该两类业务客户集中度很高，且存在关联交易。2022年末公司短期债务大幅增长，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，且公司备用流动性较低，债务即期偿付压力较大，但2022年西峡县政府继续在资产注入、财政补贴方面给予公司大力支持，且作为西峡县目前唯一的发债主体，公司有望持续获得较大力度的外部支持。综合来看，公司抗风险能力尚可。

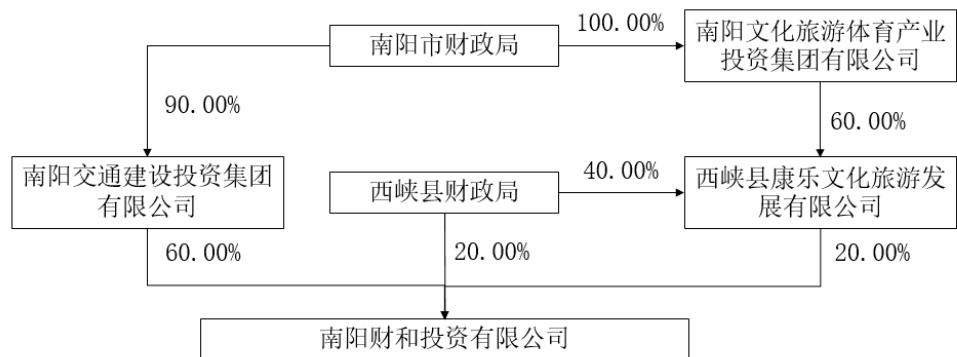
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19西峡债”的信用等级为AAA。

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：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.07	3.02	4.51
预付款项	6.96	13.22	24.79
其他应收款	18.82	12.39	8.50
存货	49.70	65.42	60.41
流动资产合计	84.46	99.43	101.87
非流动资产合计	25.90	25.35	24.79
资产总计	110.35	124.78	126.67
短期借款	5.17	4.73	2.94
其他应付款	7.33	17.77	19.42
一年内到期的非流动负债	8.05	2.01	1.98
流动负债合计	24.83	32.97	37.36
长期借款	3.42	5.20	3.78
应付债券	5.43	12.39	12.33
长期应付款	1.33	0.48	1.95
非流动负债合计	10.34	18.25	18.10
负债合计	35.17	51.22	55.46
其中：短期债务	13.22	6.74	4.92
总债务	22.87	24.58	22.74
所有者权益	75.18	73.56	71.21
营业收入	56.97	52.88	53.73
营业利润	0.94	0.83	1.03
其他收益	1.39	1.68	1.32
利润总额	0.93	0.85	1.07
经营活动产生的现金流量净额	0.07	-1.97	3.62
投资活动产生的现金流量净额	-1.19	-1.75	-8.90
筹资活动产生的现金流量净额	1.17	2.22	7.63
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	3.13%	2.19%	3.59%
资产负债率	31.87%	41.04%	43.78%
短期债务/总债务	57.81%	27.44%	21.64%
现金短期债务比	0.16	0.45	0.92
EBITDA（亿元）	2.70	2.39	2.74
EBITDA利息保障倍数	1.21	0.87	1.30

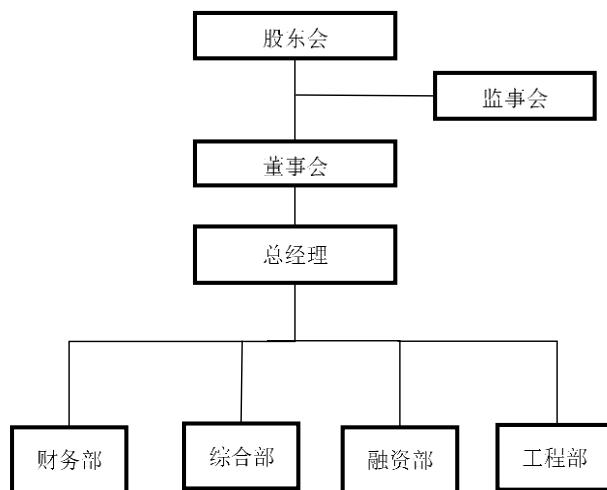
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 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 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
西峡县自来水公司	100.00%	自来水供应、水管安装等
西峡县石门水库开发有限公司	100.00%	防洪灌溉、水资源开发等
深圳源天创股权投资有限公司	100.00%	股权投资；创业投资业务等
河南成飞物流有限公司	51.02%	道路普通货物运输等
南阳财和文化传媒有限公司	100.00%	广告设计、制作等
西峡县财和城乡建设开发有限公司	100.00%	城乡基础设施建设等
西峡县惠民养老服务有限公司	100.00%	老年人、残疾人服务
西峡恐龙遗迹园旅游有限公司	51.19%	旅游娱乐项目等
西峡县公铁联运物流园有限公司	100.00%	道路货物运输站经营

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	(营业收入-营业成本) /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/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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+租赁负债+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。