



2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期） 2024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 德清债 01 /19 德清 01	AAA	AAA
20 德清债 01 /20 德清 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到德清县工业仍以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，新兴产业和高新技术产业增加值保持增长，经济发展仍保持较好态势，能够为德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“恒达建设”和“公司”）发展提供一定基础。公司仍保持多元化经营，2023 年公司安置房销售和市政设施委托代建业务收入持续增长且持续性较好，水务业务具备一定的区域专营性，且仍能获得较大力度的外部支持。此外重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保仍能有效提升“19 德清债 01/19 德清 01”和“20 德清债 01/20 德清 01”（以上两期债券合计简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产仍以项目开发成本和往来款项为主，流动性仍较弱，仍面临较大的资金支出压力，2023 年负债规模有所增长，且偿债能力指标表现一般，仍存在较大的偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为区域内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，安置房销售和代建业务仍具备持续性，水务业务具有一定的区域专营性，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 6 月 18 日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	337.23	286.19	236.84
所有者权益	146.68	127.46	96.84
总债务	108.92	99.06	106.78
资产负债率	56.50%	55.46%	59.11%
现金短期债务比	0.72	0.55	0.48
营业收入	14.22	14.48	11.31
其他收益	2.16	1.74	1.97
利润总额	1.16	1.30	1.57
销售毛利率	0.17%	3.24%	7.68%
EBITDA	3.44	2.73	3.54
EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.57	0.60
经营活动现金流净额	2.36	9.94	13.11

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **德清县工业基础尚可，经济发展仍保持较好态势。**德清县 2023 年实现地区生产总值 680.7 亿元，同比增长 5.3%，高于全国平均水平。区域内工业仍以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，新兴产业和高新技术产业增加值保持增长，经济发展态势较好。
- **公司仍保持多元化经营，安置房业务和市政设施委托代建业务持续性较好，供水业务具备一定的区域专营性。**公司仍是德清县内的重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务范围覆盖城东区域和康乾新区，经营业务包括安置房建设销售、基础设施建设、供水等多类公益性和准公益性业务。2023 年公司安置房销售和代建业务收入持续增长，存货中仍有一定规模的项目成本投入，业务持续性较好，供水业务在德清县除莫干山范围内具备一定的区域专营性。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2023 年公司继续获得包括获得德清县人民政府划入的管网资产 18.94 亿元、德清县城乡环卫发展有限公司股权及其他资产等合计 18.99 亿元，德清县财政局拨入的公用事业运营补贴 2.16 亿元等，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，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

- **公司 2023 年资产规模持续增长，但仍以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主，流动性仍较弱。**2023 年末，公司总资产增至为 337.23 亿元，同比增长 17.83%，但公司项目开发成本即时变现难度较大，其他应收款中的往来款回收时间存在不确定性，对公司营运资金有较大占用，整体资产流动性仍较弱。
- **公司仍面临较大的资金支出压力。**截至 2023 年末，公司仍有一定规模的在建委托代建项目，且主要在建土地开发项目尚需投资 37.43 亿元，存在较大的资金需求。
- **2023 年公司负债规模有所增长，仍存在较大的偿债压力。**2023 年末公司负债规模有所增长，主要系长期借款和应付款项增加，其他应付款主要仍为同控股股东德清建发的往来款，存在一定偿付弹性，但公司债务规模仍较大，整体的杠杆水平偏高，仍存在较大的偿债压力。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
德清建发	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	746.14	307.14	26.03
恒达建设	负责德清县城东区域和康乾新区土地开发和基建业务	337.23	146.68	14.22
德清经开投	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	207.40	86.76	6.51
德清建投	德清县城西片区土地开发、房屋销售、基础设施代建等业务	190.51	75.61	5.33

注：（1）德清建发为德清县建设发展集团有限公司的简称；德清经开投为浙江德清经开投资集团有限公司的简称；德清建投为德清县建设投资有限公司的简称；（2）各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	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					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是德清县的基础设施建设和国有资产运营平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，德清县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与德清县政府的联系非常紧密，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”）为公司的控股股东，公司主要业务来源均为政府安排，受到德清县人民政府的支持力度较大，以及公司对德清县政府非常重要，公司是德清县重要的基础设施建设主体，属于发债平台，公司的违约必然会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。同时，中证鹏元认为德清县政府提供支持的能力很强，主要体现为德清县位列全国百强县中游，固定资产投资保持较高增速，经济发展水平较好，2023 年财政自给能力有所回升。

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	4.20	2023-06-27	2026-10-28
20 德清债 01/ 20 德清 01	7.60	4.56	2023-06-27	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、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），其中4.32亿元用于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目，2.68亿元用于补充营运资金，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），其中4.68亿元用于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目，2.92亿元用于补充营运资金。截至2024年3月31日，本期债券募集资金专户余额为29.99万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实际控制人和控股股东持股比例均未发生变化。截至2023年12月末，公司注册资本和实收资本仍为15.00亿元，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100.00%，实际控制人为德清县国资办，股权结构图如附录二所示。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事德清县内城东区域和康乾新区的基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务。

2024年4月，公司董事会、监事会部分成员发生变动，公司控股股东德清建发委派吴来忠、钟哲峰、朱丽英担任公司董事，其中吴来忠任董事长，钟哲峰任董事，朱丽英任职工董事；委派嵇越姣、沈斌、何俞煜、何伟丰、施建华担任公司监事，其中嵇越姣任监事长，沈斌、何俞煜任监事，何伟丰、施建华任职工监事。原任董事会、监事会职务自行免去。公司已就该变更事项于2024年3月20日完成工商变更登记。

2023年公司通过划转取得德清县城乡环卫发展有限公司100%股权，取得新设立子公司德清县恒发建设工程有限公司100%股权，具体情况如下表所示。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共18家，详见附录四。

表1 跟踪期内新纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
德清县恒发建设工程有限公司	100.00%	100.00	园林绿化工程施工、市政设施管理等	新设
德清县城乡环卫发展有限公司	100.00%	1,700.00	垃圾服务、污水处理	划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

德清县为杭州都市圈的重要节点县，县内生态和旅游资源丰富，工业基础尚可，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

区位特征：德清县为杭州都市圈重要的节点县，交通便利，区位优势较显著，生态和旅游资源丰富。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，是杭州都市圈重要节点，下辖8个镇、5个街道，县域面积936平方公里。截至2023年末，全县常住人口55.72万人，近年呈持续增长态势。德清县东望上海、南接杭州、北连太湖、西枕天目山麓，宁杭高铁、商合杭高铁、申嘉湖（杭）高速公路、京杭运河等穿境而过，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，德清县正加快建设湖杭高速德清段、杭德市域铁路等新一批交通基础设施，持续提升其作为节点县的交通便捷度。

德清县内“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，自然生态资源和旅游资源丰富，拥有国家级莫干山国际旅游度假区，具备较高的品牌知名度和影响力，据《全国县域旅游高质量发展研究报告2023》数据，德清上榜“2023全国县域旅游综合实力百强县”第7位。县内已培育以“洋家乐”为首的高端民宿品牌，引领湖州乡村民宿旅游新业态。2023年全县实现旅游总收入309.7亿元，同比小幅下降2.4%。

图1 德清县区位图



资料来源：德清县政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：德清县位列全国百强县中游，固定资产投资保持较高增速，经济发展水平较好。近年德清县地区生产总值持续增长，2023年GDP实现680.7亿元，经济体量在湖州市“两区三县”中居第三位，同比增速为5.3%，位于湖州市中游；三次产业结构为4.0:56.8:39.2，工业制造业为地区经济的主要构成。按常住人口计算，2023年德清县人均GDP为12.25万元，是同期全国人均GDP的137.12%，经济发展水平较好。近年德清县固定资产投资总体保持较高增速，2023年增速达15.0%，其中高新技术产业投资增长32.5%。德清县房地产投资同比增长2.1%，但商品房销售面积和销售额持续走低，2023年分别同比下降24.1%和36.8%，且商品房待售面积同比增长29.4%，有所累库。进出口方面，德清县以出口贸易为主，占比92.45%，2023年出口额同比增长1.5%，其中对一带一路沿线国家出口额同比增长18.8%，占出口总额的35.1%；同时进口额保持增长，同比增加30.3%，综合影响下进出口总额同比增长3.2%。

表2 湖州市各区县 2023 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	924.90	5.3%	12.58	66.56	87.63
长兴县	893.98	6.5%	13.11	87.22	62.72

德清县	680.70	5.3%	12.25	85.02	78.80
安吉县	615.12	5.1%	10.25	65.11	128.18
南浔区	585.03	6.0%	10.64	42.13	53.43

注：人均 GDP 采用 2023 年末常住人口计算。

资料来源：各区县 2023 年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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	680.7	5.3%	658.2	3.8%	615.5	8.7%
固定资产投资	-	15.0%	-	15.4%	-	15.5%
社会消费品零售总额	184.7	11.8%	-	4.4%	-	9.4%
进出口总额（亿美元）	323.3	3.2%	313.4	12.2%	279.4	30.1%
人均 GDP（万元）		12.25		11.89		11.22
人均 GDP/全国人均 GDP		137.12%		138.69%		138.56%

注：“-”表示未公布相关数据；人均 GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数。

资料来源：2021-2023 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。

德清县工业基础尚可，以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为三大主导产业，正推动地理信息+、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，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，其中鼎力机械连续三年入选全国智能制造创新50强。2023年全县实现工业增加值352.4亿元，同比增长4.0%，其中战略性新兴产业增加值96.3亿元，同比增长6.8%；高新技术产业增加值197.8亿元，同比增长7.5%；装备制造业增加值106.0亿元，同比增长9.8%，发展态势良好。

财政及债务水平：近年来德清县综合财力略有波动，2023年财政自给能力有所回升，但对土地市场的依赖程度较大，政府债务余额增长较快。2023年德清县一般公共预算收入同比增长6.5%，其中2022年增值税留抵退税金额较大，2023年增值税恢复性上涨，2023年德清县企业所得税和个人所得税均有所下滑，且由于矿业权出让收益增加，国有资源资产有偿使用收入达10.10亿元，同比增长45.5%，以致税收收入占比下降，但从绝对值来看，整体税收质量尚可。受房地产市场活跃度较低影响，2023年德清县政府性基金收入同比下滑26.1%。政府债务方面，近年来德清县地方政府债务余额规模快速扩张，三年复合增长率为34.17%。

表4 德清县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	85.02	79.84	83.25
税收收入占比	77.89%	81.26%	89.07%
财政自给率	79.07%	78.61%	104.09%
政府性基金收入	78.80	106.61	110.89

地方政府债务余额	195.95	146.34	108.85
----------	--------	--------	--------

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：2021-2023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2024年3月末，德清县主要基础设施投资类国有公司有15家，其中13家公司目前尚有存续债券。一级平台为4家，分别为德清建发、德清县文化旅游发展集团有限公司（以下简称“德清旅发”）、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司（以下简称“莫干山国控”）和浙江省德清县交通水利投资集团有限公司（简称“德清交水”）；其中德清建发是德清县最核心的城投平台，下属发债子公司主要有德清建投、恒达建设和德清经开投。德清旅发主要负责德清县的文化旅游产业建设运营，下属发债子公司主要有德清县文化旅游控股有限公司；莫干山国控为莫干山高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，下属发债子公司主要有湖州莫干山高新集团有限公司、德清恒丰建设发展有限公司、德清联创科技新城建设有限公司、德清启点智能生态城建设发展有限公司和德清中创地理信息产业园建设有限公司（以下简称“德清中创”），具体见下表。

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
莫干山国控	莫干山高新技术产业开发区管委会	460.13	59.70	49.70	373.36	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的核心主体
德清建发	德清县人民政府国有资产监督管理办公室	307.14	58.84	26.03	291.98	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
德清交水	德清县人民政府国有资产监督管理办公室	173.61	59.64	28.06	167.87	负责德清县内交通、水利基础设施建设和土地开发业务
德清旅发	德清县人民政府国有资产监督管理办公室	132.45	57.05	8.61	153.45	德清县重要的文化旅游产业建设运营主体

注：总债务计算口径为：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+长期应付款，未考虑其他债务调整项。

资料来源：各公司评级报告，WIND，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是德清县内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，2023年主营业务收入主要来自安置房销售、水务业务和市政设施代建业务收入，业务持续性较好，但盈利能力进一步减弱，水务业务具有一定的区域专营性，但仍处于经营亏损状态

公司仍是德清县内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事德清县城东区域、康乾新区片区的基础设施建设、土地开发整理和安置房建设销售业务，跟踪期内主要业务及模式未发生变化。2023年公司主营业务收入规模略有下滑，安置房销售、供水业务和代建收入仍为公司营收的主要来源，水务业务和委托代建业务的收入规模较上年波动不大。此外，公司仍经营建材销售、租赁等其他业务，对公司收入有一定补充。

主营业务毛利率方面，2023年安置房销售仍主要以政府回购为主，业务利润率较低；水务业务仍处于亏损状态，委托代建和建材销售业务毛利率仍很低。整体来看，2023年公司毛利率同比有所下滑，主要系公司开始投入停车场充电桩业务，2023年该业务毛利率为-156.38%，充电桩前期投入成本较大，且由于近两年政府划拨给公司较大金额的管网资产，公司对其计提了折旧，算入其他成本所致。整体来看，公司盈利能力仍较弱。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售	6.96	49.27%	4.81%	6.41	44.35%	5.16%
公共事业板块	3.90	27.57%	-1.18%	4.20	29.09%	-2.03%
委托代建业务	1.94	13.71%	1.04%	1.76	12.15%	1.79%
建材销售	0.82	5.84%	5.61%	1.46	10.08%	3.95%
其他	0.51	3.62%	-66.38%	0.63	4.33%	17.16%
合计	14.13	100.00%	0.11%	14.44	100.00%	3.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）房产销售业务

跟踪期内公司承建的安置房项目康乾安置小区（二期）交付回购，房产销售业务收入规模有所增长，但待售安置房面积不大，未来需关注该业务持续性

2023年公司房产销售业务收入规模有所增长，该业务运营主体仍主要为公司本部和子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”），运营的房产项目均为安置房。跟踪期内房产销售业务主要展业地块仍为康乾新区地块，公司负责安置房建设施工，建设完毕后由德清住建局通过购买服务向德清建开支付费用，资金来源于财政资金。

2023年德清住建局回购公司建设的康乾安置小区（二期），公司获得收入6.96亿元，平均单价为7,024元/平方米，业务毛利率与上年基本保持稳定。截至2023年末，公司在该区域尚有待售安置房面积13,648.60平方米，项目回款情况较好，但未来待售安置房面积不大，需关注该业务持续性。

表7 2023年公司房产销售业务收入明细（单位：万元、平方米）

项目名称	销售面积	销售收入	待售面积
康乾安置小区（二期）	99,132.86	69,628.86	13,648.60
合计	99,132.86	69,628.86	13,648.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）公共事业板块

公司公共事业板块主要包括水务业务、工程施工、停车场收入等，2023年该业务收入略有下滑；水务业务收入较为稳定，但仍处于经营亏损状态，对公司利润水平有所拖累；工程施工业务主要为绿化及市政工程等，2023年该业务收入有所增长，项目收入来源有保障，但业务盈利能力较弱

公司公共事业板块主要包括水务业务、工程施工、停车场收入等，其中，水务业务收入1.85亿元，毛利率为-21.41%，工程施工业务收入1.41亿元，毛利率31.66%，停车场收入为0.23亿元，毛利率为-156.38%，2023年该板块收入略有下滑。

水务业务仍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，供水业务的经营模式仍为德清水务购入原水，由专业制水公司加工处理后再由德清水务对外销售。截至2023年末，公司实际供水能力为24万吨/日，供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区，覆盖率达到99%。水价方面，公司的售水收费标准未发生调整。在污水处理方面，截至2023年末，公司下设4家污水处理厂，日均污水处理能力合计为11.5万吨，承担了德清县城区及经济开发区全区的生活污水和工业企业废水的处理和排放工作。

2023年，公司供水户数有所增加，漏损率有所降低，公司实现水务收入1.85亿元，收入较为稳定，但该业务近年经营持续亏损，对公司整体利润水平有所拖累。

表8 近年公司供水业务情况

项目名称	2023年	2022年
供水户数（万户）	20.31	18.24
供水总量（万立方米）	8,090.64	8,079.32
售水总量（万立方米）	6,811.98	6,631.55
管网漏损率（%）	6.82	9.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的工程施工业务仍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。2023年公司确认工程施工业务收入1.41亿元，收入有所增长，主要来自德清县市政管理处、德清县园林绿化管理处、浙江莫干山景区管理服务中心有限公司等，均为德清县内政府部门和国有企业，项目收入来源有保障，但业务盈利能力较弱，业务结算安排和回款时间均存在一定不确定性。

公司的停车场业务仍主要由子公司德清县建设发展集团停车场管理有限公司开展。2023年公司停车场业务除了开展原有停车费的收缴，还开展了停车场电动汽车充电桩的安装与收费，由于充电桩的安装现处于前期投入阶段，有关成本较大，导致停车场业务毛利率较低，为-156.38%。

（三）委托代建业务

跟踪期内公司委托代建业务收入规模有所增长，但盈利能力仍偏弱；公司尚有一定规模的在建项目，业务具备一定的持续性

跟踪期内公司委托代建业务仍主要由公司本部、子公司德清建开和德清县城市投资开发有限公司

（以下简称“德清城开”）负责，项目委托方为德清县住建局和德清县教育发展有限责任公司¹，公司仍受莫干山高新委托，负责智能生态城城市客厅项目代建业务，跟踪期内业务模式未发生变化，结算价款仍由投入成本加成一定比例构成，项目前期资金来源于公司自筹。截至2023年末，公司尚未确认由莫干山高新委托代建的项目收入。

2023年公司结转的项目主要为德清县中医院整体迁建工程、中心城区停车场建设及配套设施提升工程(一期)和德清县职业中专产教融合项目工程，合计实现委托代建收入1.94亿元，规模有所增长，收入主要来自德清县中医院、德清县教育局、德清县职业中等专业学校，均为德清县内政府部门和事业单位，项目收入来源有保障。

表9 2023年末公司收入确认明细表（单位：万元）

项目名称	收入金额
德清县中医院整体迁建工程	8,933.17
中心城区停车场建设及配套设施提升工程(一期)	5,845.23
德清县职业中专产教融合项目工程	4,589.09
合计	19,367.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建的委托代建项目合计总投资23.89亿元，已投资7.95亿元，累计确认收入6.49亿元，尚需投资15.94亿元，公司在建委托代建项目规模较大，业务持续性较好。

表10 截至2023年末公司委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	累计确认收入
德清县中医院整体迁建工程	123,000.00	13,031.01	8,933.17
德清县新高级中学建设工程	56,085.00	38,515.83	39,093.57
中心城区停车场建设及配套设施提升工程(一期)	21,000.00	6,369.43	5,845.23
德清县职业中专产教融合项目工程	12,800.00	5,000.33	4,589.09
德清县莫舞路南延工程	12,000.00	9,373.24	4,485.29
德清县规划五号路（虎山路-莫舞路段）工程	6,000.00	2,546.12	1,674.28
乾元新区新塘路工程	4,138.00	1,696.48	0.00
德清县人民医院（德清县中医院）公共卫生楼建设工程	3,500.00	2,610.81	0.00
德清县人民医院体育场路主入口改造工程	338.00	357.69	310.37
合计	238,861.00	79,500.94	64,931.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）建材销售业务

跟踪期内公司建材销售业务主要客户为在建项目施工方，2023年该业务收入降幅较大，但毛利率

¹ 德清县教育发展有限责任公司实控人为德清县教育局。

有所提升，仍对公司收入形成补充

建材销售业务主要仍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，跟踪期内业务模式未发生变化。跟踪期内钢贸业务仍主要针对集团自身项目开展，一方面把控自有项目的钢材品质，另一方面与公司自有项目的施工单位开展贸易业务，账款回收风险有所减小。定价方面，公司以钢材市场行情价为基础，根据项目及施工单位的实际情况确定最终定价，有一定的议价能力。

2023年公司建材销售业务专注于自有项目，前五大客户如下表所示，客户较为分散，由于该业务主要为市场化招标产生，部分客户为民企，需关注应收账款回收风险。2023年受钢材价格影响公司建材销售价格有所回升，业务毛利率同比上年有所提升，但总体盈利表现较弱。

表11 公司 2023 年商品销售业务前五大客户销售情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	占比情况	企业性质
浙江中荣建设有限公司	2,425.01	29.40%	国有企业
大进合汽车配件（苏州）有限公司	1,465.66	17.77%	民营企业
浙江航兴建设集团有限公司	1,103.93	13.39%	民营企业
大进合紧固件（昆山）有限公司	486.75	5.90%	民营企业
上海热联钢铁贸易有限公司	362.84	4.40%	国有企业
合计	5,844.19	70.86%	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）土地开发

公司土地开发业务储备项目规模仍较大，业务持续性好，但2023年公司仍未确认土地开发业务收入，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规模投入，公司面临较大的资金支出压力

土地开发业务仍由公司及其子公司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。项目委托方仍主要为德清县人民政府和德清县自然资源和规划局，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，分批移交给德清县自然资源和规划局，德清县人民政府以土地开发成本加成20%与公司结算收益。2023年受政府部门规划和结算安排影响，公司仍未确认土地出让业务收入。

截至2023年末，公司主要在建土地开发项目计划总投资158.65亿元，已投资121.22亿元，尚需投资37.43亿元，公司存货中亦尚有已整理完成尚未出让的土地开发成本37.43亿元，公司在手土地开发项目规模仍较大，该业务持续性较好。未来随着相关地块陆续整理出让，有望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，公司面临较大的资金压力。

表12 截至 2023 年末公司主要在建土地开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
康乾新区土地开发项目	93.77	71.89	21.88
武康城东新区土地开发项目	64.88	49.33	15.55
合计	158.65	121.22	37.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（六）其他业务

2023年公司其他业务主要为物业管理及出租收入 0.51亿元，主要为安置房余房的出租以及商铺的出租，业务毛利率为90.55%。公司其他业务成本除了包括有关物业管理及出租成本外，还包括近两年政府划拨给公司较大金额的管网资产，由于公司对管网计提了折旧，导致公司其他业务毛利率为负。

2023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、水务运营主体之一，2023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划入的管网和德清县城乡环卫发展有限公司股权等合计18.99亿元，主要为管网资产18.94亿元，计入资本公积，较大提升了公司资本实力。财政补助方面，公司及下属子公司获得德清县财政局拨入的公用事业运营补贴共2.16亿元，计入其他收益，提高了公司利润水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

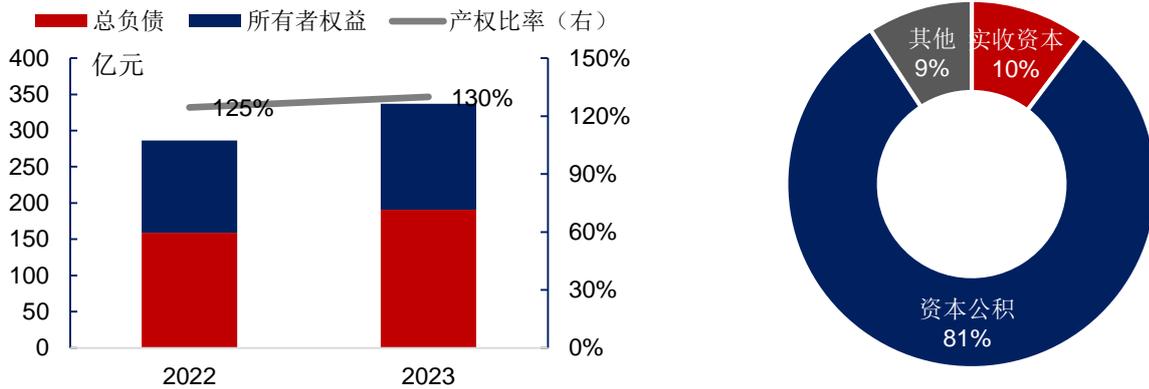
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围增加2户，具体情况见表1。截至2023年末，公司纳入合并范围内的子公司共18家，详见附录四。

资本实力与资产质量

随着公司增加项目投入，2023年总资产规模持续增长；公司资产仍以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主，对公司营运资金形成较大占用，资产流动性仍较弱

2023年随着管网、股权等资产注入，以及公司经营效益留存推动未分配利润小幅增加，所有者权益同比有所增长，资本实力有所提升。截至2023年末，资本公积为所有者权益的主要构成。为覆盖项目支出以及偿还过往债务，2023年公司银行借款和与控股股东德清建发的往来款增加，公司负债规模有所增长。综合影响下公司产权比率略有上升，所有者权益对债务的保障水平仍较弱。

图2 公司资本结构
图3 2023 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司工程项目建设和开发业务持续投入，近年公司资产规模持续增长，截至2023年末，公司总资产增至为337.23亿元，同比增长17.83%，资产结构仍以流动资产为主，主要资产为应收款项及存货。公司2023年应收账款包括应收工程款和应收钢贸商品款，其中应收工程款对手方主要为区域内国有企业，包括德清县教育发展有限责任公司、德清县机关事务管理局等，款项收回较有保障，前五大中应收钢贸商品款为0.13亿元，主要为公司自有项目的施工方，包括部分民营企业，需关注账款回收风险。其他应收款主要为公司与德清建发、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，较上年同比有所增加且规模较大，占总资产的比重为27.76%，其中前五大应收对象占其他应收款比重为88.57%，集中度较高，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。2023年公司存货账面价值继续增长，主要系公司对安置房项目、代建项目等业务投入所致，其中消耗性生物资产仍为15.23亿元，主要为绿化花卉，短期未见效益。截至2023年末，公司存货中共有3.32亿元的项目开发成本用于借款抵押而受限。

其他资产方面，投资性房地产均为房屋及建筑物，2023年账面价值较上年波动不大，因所持房屋公允价值变动而有小幅增长，其中共有账面价值为5.89亿元的投资性房地产因借款抵押而受限。固定资产为房屋及设备，2023年新增19.25亿元污水管网资产，致固定资产规模较上年大幅增加58.68%。2023年末公司货币资金规模占比较为稳定，其中因担保而受限资金为1.50亿元，货币资金受限比例为6.74%。

总体来看，公司资产仍以项目开发成本和往来款项为主。项目开发成本即时变现难度较大；同区域内其他国有企业的往来款回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用；用于借款抵押的货币资金、投资性房地产和项目开发成本合计10.80亿元，占年末总资产的3.20%，公司资产流动性仍较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.24	6.60%	19.45	6.80%
应收账款	2.67	0.79%	1.52	0.53%
其他应收款	93.60	27.76%	66.64	23.28%

存货	141.95	42.09%	139.21	48.64%
流动资产合计	262.67	77.89%	229.54	80.20%
固定资产	47.24	14.01%	29.77	10.40%
投资性房地产	18.32	5.43%	18.24	6.37%
非流动资产合计	74.56	22.11%	56.66	19.80%
资产总计	337.23	100.00%	286.19	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入整体规模及毛利率有所下滑，但公司仍有较大规模的在建项目，业务持续性较好，政府补助对利润贡献很大

2023年公司营业收入仍主要来自房产销售、供水和工程代建业务，建材销售业务对收入有一定补充，营收整体略有下滑。截至2023年末，公司仍有较大规模的在建项目，存货中亦有较大规模的代建工程项目开发成本和已完工未结转的合同履约成本，对公司工程代建业务收入持续性形成较好支撑，但该业务毛利率不高。公司水务业务收入规模尚可，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，2023年公司销售毛利率有所下滑，盈利能力较弱。此外，2023年公司收到计入其他收益的政府补助2.16亿元，政府补助对公司利润贡献很大。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	14.22	14.48
营业利润	1.07	1.28
其他收益	2.16	1.74
利润总额	1.16	1.30
销售毛利率	0.17%	3.24%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司负债规模有所增长，主要系长期借款和应付款项增加，其他应付款主要仍为同控股股东德清建发的往来款，存在一定偿付弹性，但公司债务规模仍较大，且偿债能力指标表现一般，仍存在较大偿债压力

2023年随着公司同控股股东的应付往来款和长期借款大幅增加，公司负债规模继续扩大。截至2023年末，公司负债总额同比增长20.25%至190.55亿元。从结构来看以流动负债为主，银行借款和应付往来款为公司负债的主要构成。公司短期借款较为稳定，其中保证借款13.78亿元，占比最高，另有部分抵押借款。公司2023年长期借款有所增加，长期借款主要包括保证借款和抵押借款，抵押物主要为项目未来收益权、房屋建筑物和土地使用权。其他应付款主要为与当地国企和政府单位的往来款，2023

年增幅较大主要系公司和控股股东德清建发的往来款持续大幅增长至69.39亿元，存在一定偿付弹性。

其他负债方面，公司一年内到期的非流动负债主要仍为一年内到期的长期借款和应付债券，规模较大。2023年公司未在公开市场新发债券，故随着债券的兑付，应付债券余额有所减少。公司2023年长期应付款主要系项目建设专项资金增加。公司2023年长期应付款增加主要系项目建设专项资金增加。

整体来看，公司的融资成本在4.5%-6.0%之间，其中非标融资余额相对较高，占比为13.07%。公司债务结构仍以非流动负债为主，长期债务占总债务的比重为71.73%。

表15 截至 2023 年 12 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.5%	69.93	21.11	28.35	33.37	37.69
债券融资	5.5%	15.23	7.92	10.84	13.76	15.28
非标融资	6.0%	12.80	5.92	9.42	10.81	11.21
合计	-	97.96	34.95	48.61	57.94	64.18

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.99	8.92%	17.80	11.22%
应付账款	3.88	2.03%	2.48	1.56%
其他应付款	73.55	38.60%	48.07	30.28%
一年内到期的非流动负债	13.79	7.24%	17.76	11.19%
流动负债合计	111.92	58.74%	94.74	59.68%
长期借款	55.71	29.24%	38.40	24.19%
应付债券	12.31	6.46%	20.19	12.72%
长期应付款	10.12	5.31%	4.91	3.09%
非流动负债合计	78.63	41.26%	64.00	40.32%
负债合计	190.55	100.00%	158.73	100.00%
总债务	108.92	57.16%	99.06	62.40%
其中：短期债务	30.78	16.15%	35.56	22.40%
长期债务	78.14	41.01%	63.50	40.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率较为稳定，整体的杠杆水平偏高。2023年公司的现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数有所好转，但现金类资产对短期债务的保障程度一般，亦不能对利息进行有效覆盖，公司面临较大的偿债压力。截至2023年末，公司本部获得的授信额度共计49.18亿元，剩余额度27.82亿元，备用流动性尚可，公司流动性需求主要来自项目建设和债务还本付息，2023年公司经营活动产生的现金流量净额为2.36亿元，回款情况尚可，考虑到公司仍有较大规模的在建项目需资金投

入，公司存在较大的资金需求。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	56.50%	55.46%
现金短期债务比	0.72	0.55
EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.57

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的资料（截至 2024 年 5 月 29 日）和公开信息查询（截至 2024 年 6 月 6 日），公司过去一年未因环境问题而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的资料（截至 2024 年 5 月 29 日）和公开信息查询（截至 2024 年 6 月 6 日），公司过去一年未因违规经营、产品质量与安全存在问题和损害员工健康与安全而受到政府处罚。

治理方面，根据公司提供的资料和公开信息查询，公司根据《公司法》和其他相关法律规定，制定了《公司章程》，建立了决策、执行、监督和防范风险机制，完善法人治理结构及内部控制机制。公司设董事会，成员为3人，董事长由德清县人民政府任命；设总经理1名；设监事会，设监事5人，监事每届任期3年，任期届满经委派可连任。公司建立了与自身业务相适应的组织架构，主要包括财务融资部、综合部、办公室、人力资源部、资产运营部、工程部共6个部门，负责公司的日常事务与经营活动。截至2023年末，公司组织结构图见附录三。公司的组织架构和人员设置能够满足公司日常经营的需要。但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月29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2023年末，公司对外担保余额共计5.64亿元，占当期期末净资产的比重为3.85%，担保对象为国有企业，但无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表18 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
德清恒创建设发展有限公司	0.29	2024/1/10	否
德清县启通贸易发展有限公司	0.29	2024/1/10	否
德清科技新城芯片科技有限公司	0.24	2024/1/10	否
浙江众创地理信息科技有限公司	0.25	2024/2/9	否
德清科技新城芯片科技有限公司	0.25	2024/2/9	否
德清科创物业管理有限公司	0.70	2024/2/9	否
浙江德清通航机场管理有限公司	0.80	2024/2/9	否
湖州莫干山高新集团有限公司	0.43	2024/9/26	否
德清县城市建设发展总公司	0.98	2024/8/15	否
德清县城市建设发展总公司	1.26	2037/9/1	否
德清县城市建设发展总公司	0.15	2024/1/13	否
合计	5.64	--	--

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是德清县人民政府下属重要企业，德清县国资办为公司的控股股东。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，德清县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与德清县人民政府的联系非常紧密。德清县国资办为公司的控股股东，公司董事长由德清县人民政府任命，公司主要业务收入来源于安置房销售及工程施工，该业务来源均为政府安排，德清县人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，且2023年公司一大部分的收入来自于安置房销售及工程施工业务，近年受到德清县人民政府的支持力度较大，且公司与德清县人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对德清县人民政府非常重要。公司在德清县范围内从事基础设施建设业务，公司是德清县重要的基础设施建设主体之一，在基础设施建设方面对政府贡献很大，公司属于发债平台，公司的违约必然会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

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2023年末，兴农担保注册资本为85.90亿元，实收资本为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为69.28%，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2023年末，兴农担保担保余额为802.69亿元，同比增长17.99%，其中融资担保余额占比由2020年的97.25%下降至88.97%。

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，截至2023年末，兴农担保直接融资担保业务余额为575.46亿元，同比增长15.56%。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。另外，随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定的业务转型压力。

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2023年末，兴农担保本部间接融资担保余额138.68亿元，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、资产抵押等组合担保方式为主。

表19 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
期末担保余额	802.69	680.31	659.80
其中：融资担保余额	714.15	600.33	623.75
直接融资担保余额	575.46	497.98	540.19
间接融资担保余额	138.68	102.35	83.56
非融资担保余额	88.55	79.98	36.05
融资担保责任余额	643.10	539.22	554.11
融资担保责任余额放大倍数（X）	6.02	8.20	8.67

资料来源：兴农担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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。2023年兴农担保本部当期担保代偿额为2.06亿元，当期担保代偿率为0.63%。截至2023年末，兴农担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为4.02亿元、25.26亿元和1.61亿元，担保风险准备金合计为30.89亿元，同比增长2.12%；拨备覆盖率为680.40%，处于较高水平。

表20 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
资产总额	207.19	183.34	183.04
其中：货币资金	50.07	44.11	41.58
应收代偿款净额	4.54	8.37	10.14
所有者权益合计	123.46	96.37	94.54
营业收入	13.61	12.51	13.13
其中：已赚担保费	9.58	9.47	9.87
利息收入	1.78	2.14	2.55
投资收益	1.43	0.46	0.36
净利润	3.75	3.19	2.07
净资产收益率	2.87%	3.34%	2.11%
当期担保代偿率*	0.63%	0.84%	2.86%
累计担保代偿率*	1.68%	2.07%	2.59%
拨备覆盖率	680.40%	361.43%	276.43%

资料来源：兴农担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，兴农担保的资产总额为207.19亿元，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65.30亿元、50.07亿元、56.57亿元和4.54亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括37.51亿元结构性存款和7.09亿元基金投资，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。截至2023年末，兴农担保其他应收款项为5.26亿元，其中对重庆市鑫昌调味品销售有限公司其他应收款账面余额为8.59亿元，已计提坏账准备4.50亿元，考虑该部分款项账龄时间较长，回收不确定性较大，后续仍面临较大的减值风险。截至2023年末，兴农担保应收代偿款账面余额为12.31亿元，已计提减值准备7.78亿元，账面价值为4.54亿元，

同比下降45.46%。截至2023年末，兴农担保本部I、II级和III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为45.52%、30.56%和25.21%，I级资产占比较高，资产流动性尚可。

截至2023年末，兴农担保的负债为83.73亿元，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25.26亿元、4.02亿元、6.20亿元、5.23亿元和36.19亿元。

截至2023年末，兴农担保的所有者权益为123.46亿元，实收资本为85.90亿元，资本公积为18.10亿元，资本实力较强。2023年末兴农担保融资担保责任余额放大倍数为6.02，较2022年有一定程度下降。

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。2023年兴农担保实现营业收入13.61亿元，其中已赚担保费的收入占比为71.71%。2023年兴农担保计提信用减值损失2.28亿元，同比小幅下降。2023年兴农担保实现净利润3.75亿元，当期净资产收益率为2.87%，同比下降0.47个百分点。

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。同时中证鹏元也关注到，兴农担保部分客户资质稍弱，代偿规模相对较大，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，面临一定减值压力。

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，本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

从区域环境来看，2023年德清县经济实力持续提升，实现地区生产总值680.7亿元，同比增长5.3%，高于全国平均增速；一般公共预算收入85.02亿元，财政自给能力有所回升，收入结构尚可。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。公司仍是德清县内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事德清县城东区域、康乾新区片区的基础设施建设、土地开发整理和安置房建设销售业务，在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。公司安置房建设销售、代建业务和工程施工业务持续性仍较好，亦有水务业务收入作为补充，能够为公司经营收入提供支撑。从偿债能力来看，2023年公司负债规模有所增长，整体的杠杆水平偏高，公司偿债压力仍然较大。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

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

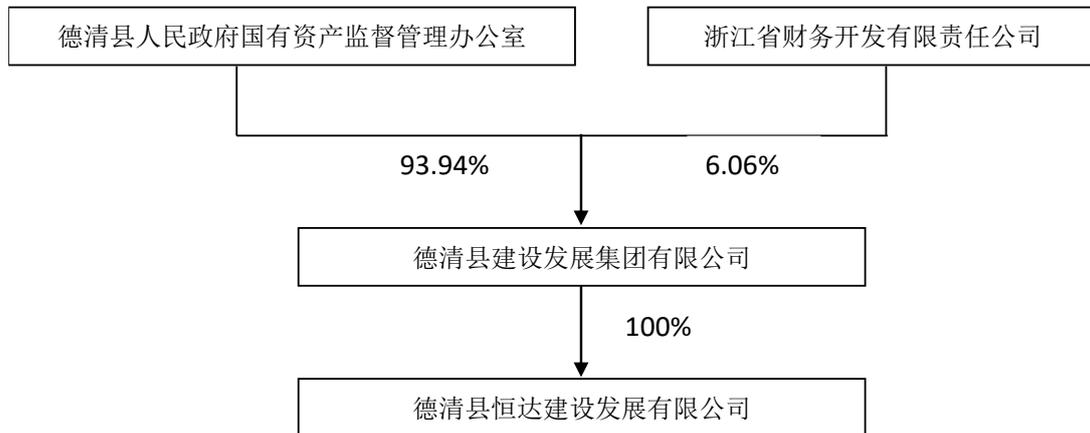
AAA。

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：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	22.24	19.45	15.96
其他应收款	93.60	66.64	60.84
存货	141.95	139.21	114.51
流动资产合计	262.67	229.54	196.70
固定资产	47.24	29.77	13.09
投资性房地产	18.32	18.24	18.18
非流动资产合计	74.56	56.66	40.14
资产总计	337.23	286.19	236.84
短期借款	16.99	17.80	11.40
应付账款	3.88	2.48	3.82
其他应付款	73.55	48.07	27.63
一年内到期的非流动负债	13.79	17.76	21.90
流动负债合计	111.92	94.74	66.03
长期借款	55.71	38.40	42.50
应付债券	12.31	20.19	30.55
长期应付款	10.12	4.91	0.44
非流动负债合计	78.63	64.00	73.97
负债合计	190.55	158.73	140.00
总债务	108.92	99.06	106.78
其中：短期债务	30.78	35.56	33.30
所有者权益	146.68	127.46	96.84
营业收入	14.22	14.48	11.31
营业利润	1.07	1.28	1.57
其他收益	2.16	1.74	1.97
利润总额	1.16	1.30	1.57
经营活动产生的现金流量净额	2.36	9.94	13.11
投资活动产生的现金流量净额	-1.03	0.07	-4.63
筹资活动产生的现金流量净额	2.48	-5.61	-10.79
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	0.17%	3.24%	7.68%
资产负债率	56.50%	55.46%	59.11%
短期债务/总债务	28.26%	35.90%	31.18%
现金短期债务比	0.72	0.55	0.48
EBITDA（亿元）	3.44	2.73	3.54
EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.57	0.60

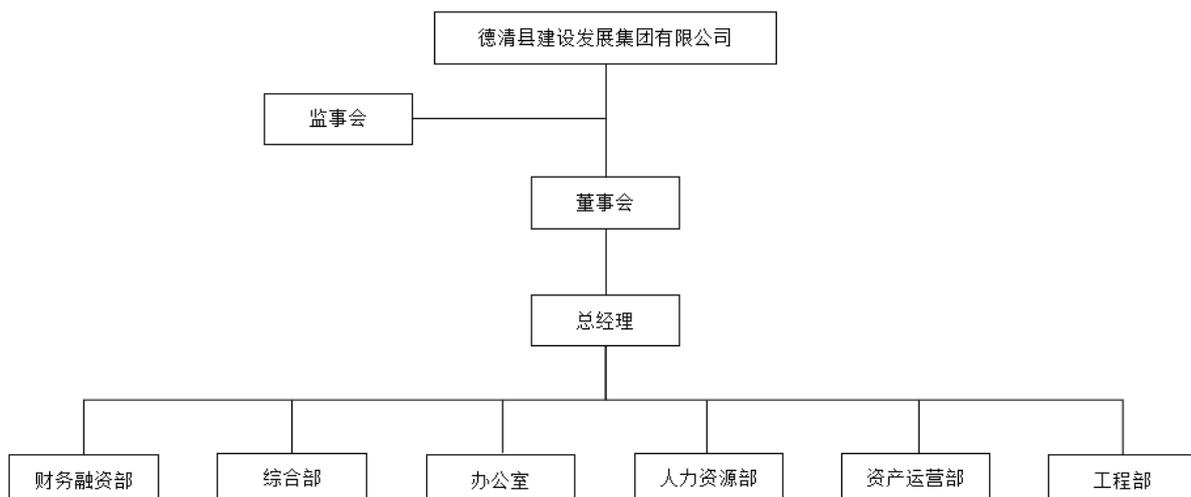
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 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	9,509.39	100.00%	市政工程建筑
德清县建安建设工程检测有限公司	535.00	100.00%	工程实体质量检测、装修材料、咨询
德清县明月照明工程有限公司	80.00	100.00%	工程施工
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
浙江德清之芯信息科技有限公司	1000.00	60.00%	软件和信息技术服务
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	15,600.00	100.00%	供水生产及供应
德清县水司水暖管道有限公司	1000.00	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	1000.00	100.00%	污水处理
德清县清泓制水有限公司	12,500.00	96.00%	污水处理
德清县恒发建设工程施工股份有限公司	100.00	100.00%	园林绿化工程施工、市政设施管理等
德清县城乡环卫发展有限公司	1,700.00	100.00%	垃圾服务、污水处理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	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。