



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 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 GDP 和一般公共预算收入保持增长，作为西峡县最主要的基础设施建设主体，南阳财和投资有限公司（以下简称“南阳财和”或“公司”）代建业务仍具有一定持续性，2023 年新增 2 个代建项目，且存货中尚有代建成本未结算，继续获得当地政府较大力度的外部支持，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，且存在关联交易，2023 年贸易业务收入大幅下降，主要在代建和自营项目尚需投资规模大，需关注公司自营项目的资金平衡情况，公司资产流动性仍较弱，短期偿债压力较大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

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，预计业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 06 月 26 日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@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	113.15	110.35	124.78
所有者权益	75.26	75.18	73.56
总债务	22.22	22.87	24.58
资产负债率	33.48%	31.87%	41.04%
现金短期债务比	0.04	0.16	0.45
营业收入	32.05	56.97	52.88
其他收益	1.33	1.39	1.68
利润总额	0.70	0.93	0.85
销售毛利率	7.18%	3.13%	2.19%
EBITDA	2.71	2.70	2.39
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.21	0.87
经营活动现金流净额	3.05	0.07	-1.97

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

- **南阳市经济总量省内排名靠前，西峡县近年 GDP 和一般公共预算收入保持增长。**南阳市是国务院批复确定的中部地区重要的交通枢纽、河南省面积最大的农业大市，经济财政实力省内排名靠前；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，2023 年西峡县进出口贸易继续位列南阳市第一，近年 GDP 和一般公共预算收入保持增长。
- **公司代建业务仍具有一定持续性。**2023 年公司新增代建项目西峡县食用菌交易市场和栾西高速项目辅道工程，委托方均为西峡县人民政府，合计总投资 9.88 亿元，期末公司存货中工程施工成本为 14.03 亿元，主要为代建项目施工成本，短期内公司代建收入仍有一定保障。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2023 年西峡县财政局继续向公司注入货币资金 0.52 亿元，计入资本公积，此外，公司继续获得 1.33 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，2023 年贸易业务收入大幅下降。**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，由于龙成集团订单量下降，2023 年公司贸易业务收入大幅下降，贸易业务盈利能力仍很弱。随着贸易业务收入的下降，与贸易业务关联度较高的物流业务收入亦随之下降。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。
- **公司存在较大的资金支出压力，且需关注自营项目的资金平衡情况。**截至 2023 年末，公司主要在建代建和自营项目合计尚需投资 25.18 亿元，仍存在较大的资金压力，此外，公司部分自营项目投资进度较慢，新增自营项目投资规模大，需关注自营项目后续收入实现以及资金平衡情况。
- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产仍以土地、工程施工项目和应收款项为主，其中应收款项占比较大，应收对象为西峡县国有企业或事业单位，对资金形成占用，且应收款项回收时间具有一定不确认性。
- **公司短期偿债压力较大。**虽然公司债务结构有所改善，但短期债务占比仍较高，2023 年末短期债务占总债务比重为 38.23%，且伴随着现金类资产的减少，公司现金短期债务比降至 0.04，现金类资产对短期债务覆盖程度很低，且公司备用流动性不足。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**2023 年末公司对外担保金额为 21.53 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。

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	4/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7

	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

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。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，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。

同时，中证鹏元认为西峡县政府提供支持的能力很强，主要体现为西峡县位于豫鄂陕三省交汇地带，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，近年 GDP 和一般公共预算收入保持增长，2023 年西峡县进出口贸易继续位列南阳市第一。

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	4.50	2023-06-26	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2024年5月29日，本期债募集资金专项账户余额为3.00万元。

三、发行主体概况

2023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2023年末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，南阳交通建设投资集团有限公司（以下简称“南阳交投”）、西峡县财政局和西峡县康乐文化旅游发展有限公司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。2023年通过股权转让方式减少1家子公司西峡恐龙遗迹园旅游有限公司（以下简称“遗迹园”），同时通过收购取得1家子公司河南汉能废旧物资回收有限公司，2023年末纳入公司合并范围的子公司共24家。根据公司提供的股权转让协议，公司将持有遗迹园的51.19%股权以10,750万元转让给龙成集团。

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

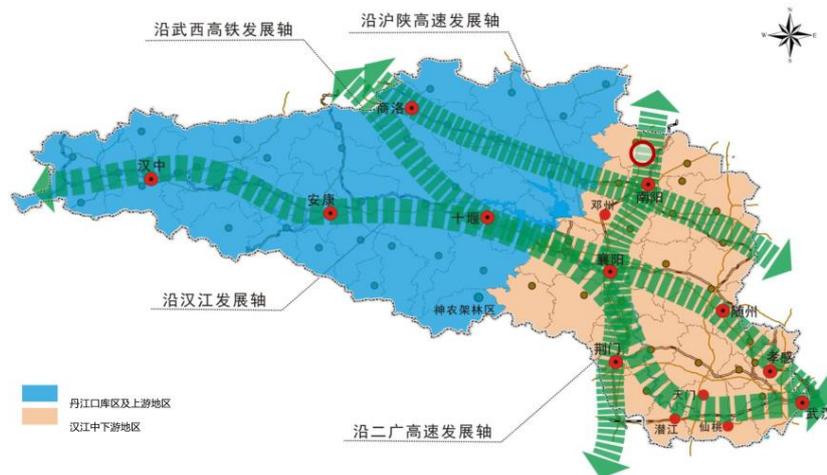
的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

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

南阳市是国务院批复确定的中部地区重要的交通枢纽、河南省面积最大的农业大市，经济财政实力省内排名靠前，河南省域副中心城市的定位为其带来新的发展机遇，但经济发展水平仍然偏低，产业结构有待优化升级，政府性基金收入持续下滑，地方政府债务扩张较快

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，具备较好区位及资源优势，持续加强交通基础设施，在加快建设省域副中心城市的背景下，迎来发展机遇期。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。南阳市持续完善综合交通体系，完成姜营机场扩容工程，白河航运工程全面开工，唐河航运一期主体工程完工，开工建设南信合高铁，加快南邓、滢淅高速建设，实现焦唐高速竣工通车。南阳市内河流众多，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10个县、1个代管县级市、功能区南阳市城乡一体化示范区、国家级高新区南阳市高新技术产业开发区及省级开发区南阳市官庄工区，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。2021年10月，河南省第十一次党代会赋予南阳建设现代化省域副中心城市的发展定位，《2024年河南省政府工作报告》中再次强调支持南阳以高效生态经济为引领，加快建设省域副中心城市，随着相关配套政策及重大项目的落地，南阳市迎来发展机遇期。

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，固定资产投资保持较快增长，近年来经济保持增长，但经济发展水平偏低。近年南阳市经济保持增长，GDP同比增速位居全省前列，GDP在河南省各地级市中常年位居第三。2022年南阳市三次产业结构为16.1:32.0:51.9，第一产业占比较高，产业结构有待优化。2023年南阳市GDP增速为4.8%，高于河南省整体经济增速（4.1%）；人均GDP为全国水平的53.22%，仍处于较低水平，经济发展水平整体偏低。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%，2023年固定资产投资增速随有所回落，但仍略高于全省平均增速（5.6%），兴工强市战略持续推进，工业投资同比增长18.2%。近年社会消费品零售总额增速有所波动，2023年增速为7.1%，高于河南省整体增速（5.8%），为当年拉动经济增长的重要动力。南阳市进出口贸易规模较小，但呈现快速增长态势。截至2022年末，南阳市金融机构本外币存款余额6,599.63亿元，同比增长13.9%；金融机构本外币贷款余额3,658.49亿元，同比增长10.0%。

表1 2023年河南省部分地级市经济财政指标情况（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	13,617.84	7.4%	10.62	1,165.85	387.86
南阳市	4,572.17	4.8%	4.76	289.40	159.20
平顶山市	2,720.07	3.2%	5.48	237.13	-
安阳市	2,486.14	3.2%	4.59	235.70	65.10
焦作市	2,233.90	3.9%	6.34	143.55	55.55
漯河市	1,763.95	5.4%	7.45	136.31	54.43
鹤壁市	1,033.17	3.1%	6.57	80.30	-

注：人均GDP均根据2022年末常住人口计算。
 资料来源：各市政府官网、财政预决算报告等，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	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）	4,572.17	4.8%	4,555.40	4.8%	4,342.22	9.0%
固定资产投资	-	5.8%	-	13.2%	-	13.1%
社会消费品零售总额	2,405.35	7.1%	2,245.84	2.3%	2,196.27	9.9%
进出口总额	237.2	-	239.1	57.8%	165.6	28.6%
人均 GDP（元）	47,552		47,344		44,894	
人均 GDP/全国人均 GDP	53.22%		55.25%		55.44%	

注：“-”表示数据未公开披露；2023年人均GDP按南阳市2022年末常住人口计算。

资料来源：南阳市2021-2022年国民经济与社会发展统计公报、南阳市2023年12月统计月报，中证鹏元整理

产业情况：南阳市为传统农业大市，随着“兴工强市”战略的实施，工业经济持续发展。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，是全国中药材的主产区之一。2022年南阳市第一产业占比16%，第一产业增加值为732.95亿元，位居全省第一；南阳市食品产业集群包括肉食品产业链群、粮油加工产业链群、食用菌产业链群三个产业链群，2024年主营业务收入达1,400亿元；拥有牧原股份（002714.SZ）、想念食品股份有限公司、仲景食品（300908.SZ）等农业产业化龙头。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，区域内聚集了中光学（002189.SZ）、森霸传感（300701.SZ）、飞龙股份（002536.SZ）等多家上市企业。2023年南阳市规模以上工业增加值同比增长6.0%，其中高新技术产业增加值同比增长13.1%。根据《2024年南阳市政府工作报告》，南阳市工业目前仍面临创新驱动能力不强、新兴动能成长较慢、产业结构不优、层次不高，招引落地的龙头型、基地型、成长型产业项目较少等问题。南阳市将围绕建设现代化省域副中心城市战略定位、打造“三区一中心一高地²”，坚持以科技创新引领制造业高质量发展，持续招大引高、招新引优，加快培育新技术、新产业、新动能；“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，推进债务风险防控，但财政自给率较低，政府性基金收入持续下滑，地方政府债务扩张较快。近年南阳市一般公共预算收入持续增长，2023年为289.40亿元，同比增长12.64%，同比增速排名全省第一，其中税收收入占比68.20%，财政收入质量仍然较好；财政自给率35.23%，财政自给能力持续偏低，财政收支对上级补助存在较大依赖。受房地产市场下行影响，南阳市土地市场仍然低迷，政府性基金收入持续下滑。区域债务方面，受新增政府专项债券

² 三区，即高效生态经济引领区、全国枢纽经济先行区、市域社会治理现代化示范区；一中心，即中医药文化传承发展中心；一高地，即制造业创新发展高地。

影响，近年南阳市地方政府债务快速扩张，截至2023年末地方政府债务余额为1,235.34亿元，较2021年末增长47.80%。根据《南阳市2023年财政决算报告》，南阳市指导功能类公司在风险可控的前提下，推动融资渠道多元化，提高直接融资比重，降低流动性风险，完善风险监测预警机制，积极改善经营状况，严格落实“631”偿债机制³，坚决防范企业债务“爆雷”。

表3 南阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	289.40	256.90	224.83
税收收入占比	68.20%	70.00%	69.27%
财政自给率	35.25%	33.08%	30.12%
政府性基金收入	159.20	169.20	242.32
地方政府债务余额	1,235.34	1,077.81	835.81

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年南阳市财政预决算报告等，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 GDP 和一般公共预算收入保持增长，但经济发展水平仍然一般

区位特征：西峡县位于豫鄂陕三省交汇地带，面积居河南省区县第二位，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，2023年末西峡县常住人口为43.8万人。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，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。

³ 631 债务防控机制，即提前6个月制定资金接续计划，提前3个月落实资金来源，提前1个月备足偿债资金，这是近年来各地在防范区域性金融风险逐步推出的一项重要措施。

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：2023 年西峡县进出口贸易继续位列南阳市第一，GDP 保持增长，但经济发展水平仍然一般。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，2023 年三次产业结构为 13.2:38.6:48.2，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。2023 年西峡县人均 GDP 提升至 7.09 万元，为全国人均 GDP 的 79.32%，经济发展水平仍然一般。2023 年西峡县固定资产投资增速回落，主要系基础建设投资下降所致，工业和房地产投资仍保持较高增速；进出口贸易完成 110.15 亿元，其中出口完成 99.92 亿元，继续位列南阳市第一，西峡县是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 2023 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
邓州市	493.01	4.5%	4.02	25.10	-
宛城区	388.20	4.8%	6.12	10.28	1.93
西峡县	312.90	6.1%	7.09	24.98	6.71
新野县	312.70	4.1%	5.28	-	-
淅川县	273.42	5.2%	5.14	16.60	-
桐柏县	195.40	5.0%	5.28	15.60	4.78

注：“-”表示数据未公示；新野县、淅川县和桐柏县人均GDP根据2022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决算报告等，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	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）	312.90	6.1%	302.3	5.4%	283.9	8.4%
固定资产投资	-	6.8%	-	16.0%	-	10.1%
社会消费品零售总额	77.40	7.8%	71.8	3.2%	69.6	10.1%
进出口总额	110.15	-	123.41	74.7%	12.6	24.9%
人均 GDP（元）		70,877		67,896		63,384

多

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，2023年公司营业收入同比大幅下降，主要系贸易业务收入下降影响，但贸易业务占公司营业收入的比重仍在75%以上。由于毛利率较低的贸易业务收入占比下降，2023年公司销售毛利率提升4.05个百分点至7.18%。从毛利润角度看，2023年公司工程代建、物流以及贸易业务毛利润占比分别为48.66%、26.11%和18.85%。

表7 公司营业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
工程代建收入	5.59	17.44%	20.03%	4.33	7.59%	16.02%
商品贸易	24.13	75.28%	1.80%	48.47	85.09%	0.60%
物流收入	1.61	5.03%	37.28%	2.48	4.35%	21.59%
供水及安装收入	0.28	0.87%	4.17%	0.64	1.13%	-7.33%
房地产销售收入	0.00	0.00%	-	0.58	1.02%	10.29%
其他	0.41	1.28%	25.00%	0.29	0.51%	34.07%
主营业务收入	32.02	99.90%	7.08%	56.80	99.71%	2.87%
其他业务收入	0.03	0.10%	97.53%	0.17	0.29%	90.64%
合计	32.05	100.00%	7.18%	56.97	100.00%	3.13%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

2023年公司新增代建项目投资规模尚可，代建业务仍具有一定持续性；公司部分自营项目投资进度较慢，新增自营项目投资规模大，需关注资金平衡情况

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。2023年公司代建业务收入为5.99亿元，毛利率为20.03%，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
2023年	西峡县乡镇污水处理厂官网改扩建工程	15,120.00
	G345线西峡米坪至西坪段陡岭隧道新建工程	13,611.32
	西峡县老灌河支流水环境综合整治工程项目	8,442.38

2022年	西峡县老城区污水管网工程建设	4,320.00
	其他零星项目	13,406.75
	合计	54,900.44
	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

注：数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司早期工程承接的代建项目已基本完工，2023年公司新增代建项目西峡县食用菌交易市场和栾西高速项目辅道工程，委托方均为西峡县人民政府，期末公司存货中工程施工成本为14.03亿元，主要为代建项目施工成本。自营项目方面，2023年公司新增自营项目西峡县煤炭储备（配）基地建设项目，主要建设内容包括煤炭储备工程、铁路专用线工程和物流服务三大部分，其中煤炭储备工程，储备规模为1,500万吨/年，配套静态储煤量110万吨，项目收入主要包括掺配收入、淡旺季价差收入、临时储配收入以及政策性补贴收入等。西峡县惠民康复保健养老中心项目（“19西峡债”募投项目）投资进度较慢，该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。当前煤炭价格仍处于相对高位，但2023年以来煤炭价格中枢有所下移，且公司无康养项目相关运营经验，需关注自营项目后续收入实现以及资金平衡情况。截至2023年末，公司主要在建代建和自营项目合计总投资40.87亿元，尚需投资25.18亿元，仍存在较大的项目建设资金压力。

表9 截至2023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
西峡县食用菌交易市场	7.58	2.50	代建
栾西高速项目辅道工程	2.30	2.59	代建
西峡县煤炭储备（配）基地建设项目	16.60	2.85	自营
西峡县惠民康复保健养老中心项目	8.85	5.89	自营
智慧停车项目	5.54	1.87	自营
合计	40.87	15.69	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）贸易和物流业务

由于龙成集团订单量下降，2023年公司贸易业务收入大幅下降，贸易业务盈利能力仍很弱，对单一客户的依赖性较强，存在关联交易

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。2023年公司贸易业务收入为

24.13亿元，同比下降50.22%，主要系龙成集团增加自采订单，通过成飞物流采购量减少所致。公司贸易业务毛利率略有改善，但盈利能力仍然很弱。

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，2022-2023年对龙成集团及其关联公司河南龙燃再生资源有限公司合计销售金额分别为47.21亿元和23.67亿元，分别占当期贸易收入的97.39%和98.12%。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 公司贸易业务主要供应商构成情况（单位：万元）

2023年		2022年	
前五大供应商	采购金额	前五大供应商	采购金额
浙江东南网架集团有限公司	106,308.37	浙江东南网架集团有限公司	178,604.09
山西阳光焦化集团股份有限公司	39,034.69	山西阳光焦化集团股份有限公司	79,428.32
宁波祥润能源有限公司	12,234.69	中国平煤神马集团焦化销售有限公司	36,338.44
陕西莱德集团华盛炭质还原剂有限公司	10,099.86	晋能控股煤业集团有限公司	35,138.37
晋能控股集团有限公司	9,568.00	陕西黄河物资销售有限责任公司	23,667.98
合计	177,245.61	合计	353,177.20

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。随着贸易业务收入的下降，与贸易业务关联度较高的物流业务收入亦随之下降，2023年公司物流业务收入为1.61亿元，同比下降35.03%。

（三）供水及安装业务

供水及安装业务具有区域专营性，2023年收入下降，但毛利率扭亏为盈

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，2023年公司供水业务收入下降，系供水安装工程项目减少所致，毛利率扭亏为盈，系毛利率较低的供水安装工程项目收入占比下降所致。

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，公司继续获得较大力度的外部支持。2023年西峡县财政局继续向公司注入货币资金0.52亿元，计入资本公积，但由于子公司注资款调整以及遗迹园股权转让等导

致公司资本公积减少0.35亿元，公司实际资本公积变化不大。财政补贴方面，2023年公司其他收益为1.33亿元，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

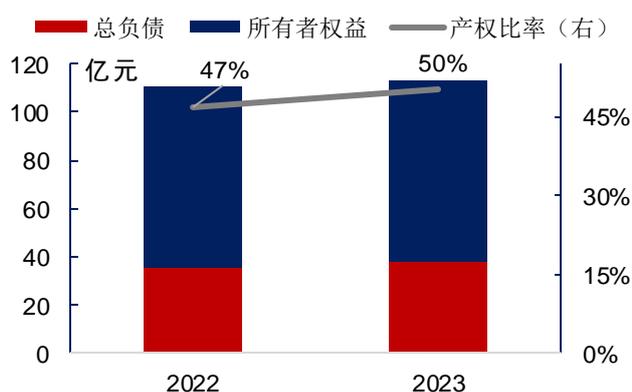
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告和经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年减少1家子公司，同时新增1家子公司。2023年公司审计机构发生变更，系合作期限到期。

资本实力与资产质量

公司所有者权益变动不大，总资产小幅增长，资产以土地、工程施工成本以及应收款项为主，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

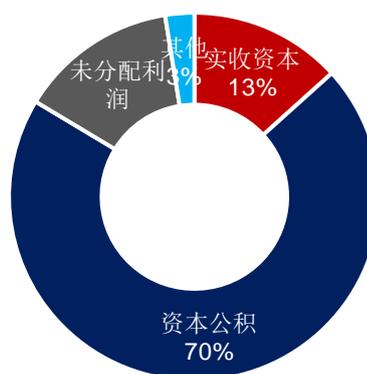
公司总负债小幅增长，所有者权益变动不大，综合影响下，2023年末公司产权比率增至50.34%，但权益对负债的保障程度仍较好。所有者权益构成上，以政府注入的货币资金以及划拨的土地为主要构成，其次为实缴资本和利润累积。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司总资产小幅增长，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、在建工程和其他非流动资产为主要构成。

存货为公司最主要的资产，2023年末包括工程施工成本为14.04亿元以及土地使用权为37.83亿元，同比规模上升主要系工程项目新增投入所致，土地使用权主要为商服用地和城镇住宅用地，因抵押受限金额为2.23亿元。2023年末公司应收账款同比变化不大，仍主要为应收西峡县财政局代建项目工程款；

其他应收款小幅增长，主要为往来款，前五大应收对象合计应收余额为12.65亿元，占比58.94%，应收对象为西峡县财务开发公司、西峡县财和科教产业发展有限公司、西峡县市政有限公司、河南省西峡县农业综合投资公司以及西峡县人民医院，均为西峡县国有企业或事业单位；公司预付账款大幅下降，主要系贸易业务货款结算所致。公司应收款项规模较大，对资金形成占用，且应收款项回收时间具有一定不确定性。随着西峡县煤炭储备（配）基地建设项目的建设，2023年末公司在建工程规模增加，其次还包括西峡县惠民康复保健养老中心项目的投资成本。2023年西峡县财政局按照账面价值1.90亿元有偿收回白羽公园，期末公司其他非流动资产包括8.68亿元预付土地出让金以及0.86亿元未办证房产。

其他资产构成方面，2023年末公司货币资金为0.37亿元，无受限货币资金，但公司货币资金不能覆盖短期债务。2023年公司固定资产下降主要系遗迹园不再纳入公司合并范围，相应的房屋建筑物资产减少所致。

截至2023年末，公司受限资产合计为4.44亿元，包括受限的存货2.23亿元、固定资产1.35亿元和应收账款0.86亿元。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.37	0.32%	2.07	1.88%
应收账款	6.69	5.92%	6.73	6.10%
预付款项	2.64	2.33%	6.96	6.31%
其他应收款	21.16	18.70%	18.82	17.05%
存货	53.08	46.91%	49.70	45.04%
流动资产合计	84.94	75.07%	84.46	76.53%
固定资产	2.21	1.96%	3.16	2.87%
在建工程	9.31	8.23%	6.24	5.66%
其他非流动资产	9.53	8.43%	9.52	8.62%
非流动资产合计	28.21	24.93%	25.90	23.47%
资产总计	113.15	100.00%	110.35	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

受贸易业务收入大幅下降影响，2023年公司营业收入大幅下降，盈利能力依然很弱，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、物流和供水等业务，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，受贸易业务收入大幅下降影响，2023年公司营业收入大幅下降；同时由于贸易业务毛利率很低，公司销售毛利率随着贸易业务收入占比下降而有所提升，但盈

利能力依然很弱。作为西峡县最主要的基础设施建设主体，2023年公司新增代建项目投资规模尚可，期末公司存货中尚有14.04亿元工程施工成本待结算，短期内公司代建收入仍有一定保障。

2023年公司继续获得政府补助收入1.33亿元，占利润总额的比重为189.26%，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	2023年	2022年
营业收入	32.05	56.97
营业利润	0.69	0.94
其他收益	1.33	1.39
利润总额	0.70	0.93
销售毛利率	7.18%	3.13%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务保持稳定，债务结构有所改善，但现金类资产对短期债务覆盖程度很低，且备用流动性不足，短期偿债压力较大

公司总债务保持稳定，债务结构有所改善，但短期债务占比仍较高，2023年末短期债务占总债务比重为38.23%。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，公司银行借款主要为保证借款、保证+抵押借款、保证+质押借款等，债券融资包括“19西峡债”、“22西峡01”和“23西峡01”，其中“23西峡01”将于2025年4月到期，“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，2024年9月需兑付本金1.50亿元。非标融资为海通恒信国际融资租赁股份有限公司和联科建投融资租赁（深圳）有限公司的融资租赁款。

其他经营性负债方面，2023年末公司应付账款增加较多，主要为新增应付西峡县栾西高速项目指挥部和西峡县市政有限公司工程款。公司其他应付款主要系应付西峡龙成再生资源有限公司（龙成集团公司）往来款等。

表13 截至 2023 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年及以内	1年以上
银行借款	11.84	6.60	5.24
债券融资	9.45	1.50	7.95
非标融资	0.94	0.40	0.54
合计	22.22	8.50	13.73

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

表14 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	5.50	14.50%	5.17	14.70%
应付账款	6.20	16.36%	1.73	4.91%
其他应付款	6.33	16.71%	7.33	20.83%
一年内到期的非流动负债	3.00	7.92%	8.05	22.89%
流动负债合计	23.87	63.00%	24.83	70.61%
长期借款	5.24	13.83%	3.42	9.72%
应付债券	7.95	20.98%	5.43	15.43%
长期应付款	0.83	2.20%	1.33	3.77%
非流动负债合计	14.02	37.00%	10.34	29.39%
负债合计	37.89	100.00%	35.17	100.00%
总债务	22.22	58.65%	22.87	65.03%
其中：短期债务	8.50	22.42%	13.22	37.59%
长期债务	13.73	36.23%	9.65	27.43%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，公司总负债小幅增长带动资产负债率小幅提升，但整体负债水平不高。伴随着现金类资产的减少，公司现金短期债务比降至0.04，现金类资产对短期债务的覆盖程度很低，EBITDA 利息保障倍数下降，公司偿债压力较大。截至2023年末，公司已有授信额度已经使用完毕，备用流动性不足。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	33.48%	31.87%
现金短期债务比	0.04	0.16
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.21

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

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

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件及公开资料查询，公司本部、控股股东及实际控制人不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，不存在严重失信行为；公司及其高级管理人员最近 36 个月内未有因违法违规（包括工商税收、土地、环保、海关等方面）而受到行政、刑事处罚及其他处罚；最近 12 个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分。过去一年，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，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，2024 年公司职工监事由徐航变更为崔健，公司组织架构未发生变化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月28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，公司对外担保金额为21.53亿元，占期末所有者权益的比重为28.61%，担保对象主要为西峡县及南阳市国有企业和事业单位，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 2023 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
河南财和食用菌有限公司	20,000.00	否
河南省宜居龙乡实业有限公司	34,154.00	否
南阳交通建设投资集团有限公司	41,135.55	否
南阳职业学院	21,100.00	否
西峡县财和科教产业发展有限公司	19,200.00	否
西峡县丰源商贸有限公司	26,000.00	否
西峡县智源教育科技有限公司	16,919.00	否
乡镇卫生院	2,495.00	否
南阳职业学院	3,400.00	否
西峡县人民医院	3,500.00	否
西峡县县建中城市道路建设有限公司*	27,423.23	否
总计	215,326.78	-

注：*为民营企业。

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2023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，西峡县政府对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力，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17 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18 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列分别为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的全额无条件不可撤销连带责任担保，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，2023年公司新增代建项目投资规模尚可，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，公司代建业务仍具有一定持续性，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。虽然公司贸易和物流业务客户集中度很高，存在关联交易，2023年贸易业务收入大幅下降，且公司新增自营项目投资规模大，短期债务占比仍较高，现金类资产对短期债务覆盖程度很低，备用流动性不足，短期偿债压力较大。但2023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，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。

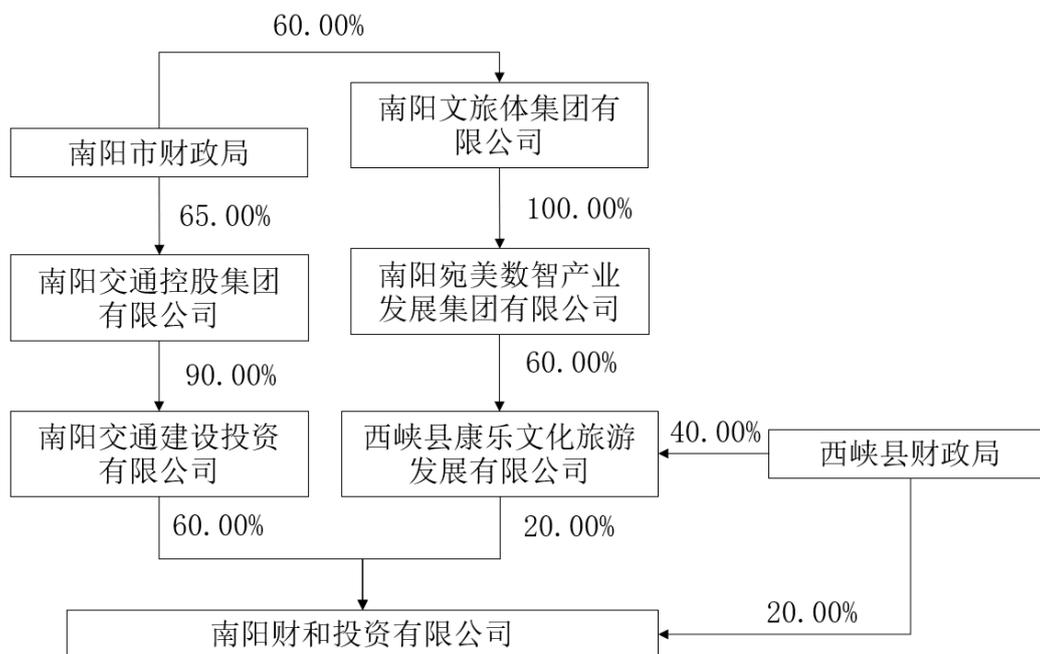
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.37	2.07	3.02
应收账款	6.69	6.73	4.76
其他应收款	21.16	18.82	12.39
存货	53.08	49.70	65.42
流动资产合计	84.94	84.46	99.43
固定资产	2.21	3.16	4.44
在建工程	9.31	6.24	5.52
其他非流动资产	9.53	9.52	11.85
非流动资产合计	28.21	25.90	25.35
资产总计	113.15	110.35	124.78
短期借款	5.50	5.17	4.73
应付账款	6.20	1.73	4.03
其他应付款	6.33	7.33	17.77
一年内到期的非流动负债	3.00	8.05	2.01
流动负债合计	23.87	24.83	32.97
长期借款	5.24	3.42	5.20
应付债券	7.95	5.43	12.39
长期应付款	0.83	1.33	0.48
非流动负债合计	14.02	10.34	18.25
负债合计	37.89	35.17	51.22
总债务	22.22	22.87	24.58
其中：短期债务	8.50	13.22	6.74
所有者权益	75.26	75.18	73.56
营业收入	32.05	56.97	52.88
营业利润	0.69	0.94	0.83
其他收益	1.33	1.39	1.68
利润总额	0.70	0.93	0.85
经营活动产生的现金流量净额	3.05	0.07	-1.97
投资活动产生的现金流量净额	-2.95	-1.19	-1.75
筹资活动产生的现金流量净额	-1.80	1.17	2.22
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	7.18%	3.13%	2.19%
资产负债率	33.48%	31.87%	41.04%
短期债务/总债务	38.23%	57.81%	27.44%
现金短期债务比	0.04	0.16	0.45
EBITDA（亿元）	2.71	2.70	2.39

EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.21	0.87
---------------	------	------	------

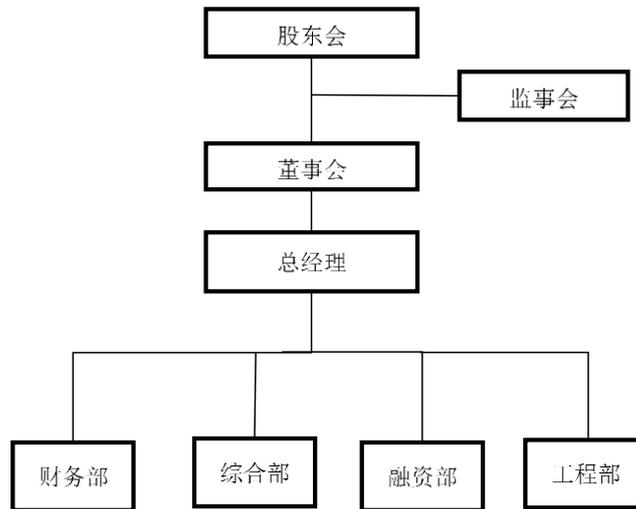
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	
	直接持股	间接持股
西峡县自来水公司	100.00%	
西峡县石门水库开发有限公司	100.00%	
河南成飞物流有限公司	51.02%	
南阳财和文化传媒有限公司	100.00%	
西峡县财和城乡建设开发有限公司	100.00%	
西峡县惠民养老服务有限公司	100.00%	
深圳源天创股权投资有限公司	100.00%	
西峡县公铁联运物流园有限公司	100.00%	
西峡县公铁联运物流园管理有限公司		100.00%
西峡县诚安物业管理有限公司		100.00%
西峡县安捷物流科技有限公司		100.00%
西峡县畅顺物资销售有限公司		100.00%
西峡县绿泉水质检测有限公司		100.00%
河南观潮智能科技有限公司	18.23%	51.80%
西峡观潮智慧电子科技有限公司		70.03%
北京欢停科技有限公司		70.03%
新余欢停科技有限公司		70.03%
欢停（重庆）科技有限公司		52.52%
平利县静态交通建设运营有限公司		52.52%
万载明灿智慧运营管理有限公司		51.12%
萍乡智慧停车管理有限公司		35.78%
汉中欢停智慧停车管理有限公司		46.92%
三门峡智慧停车服务有限公司		46.92%
河南汉能废旧物资回收有限公司	51.00%	

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。