

延安经济技术开发区建设投资有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告(23 延经 01/23 延安经开债 01)

中鹏信评【2025】跟踪第【407】号 01

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，但不对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

延安经济技术开发区投资有限公司相关债券2025年跟踪评级报告 (23延经01/23延安经开债01)

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
23 延经 01/23 延安经开债 01	AAA	AAA

评级日期

2025 年 06 月 30 日

联系方式

项目负责人：孙剑
sunj@cspengyuan.com

项目组成员：童彬
tongb@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：延安经济技术开发区投资有限公司（以下简称“延安经开”或“公司”）是延安市重要的投融资和基础设施建设主体，主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务，基础设施建设业务持续性较好，2024 年继续获得较大力度外部支持，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“23 延经 01/23 延安经开债 01”安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，偿债能力指标弱化，偿债压力有所加大，在建项目存在较大的资金压力，以及面临较大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	2024	2023	2022
总资产	71.98	73.79	68.53
所有者权益	30.07	31.39	32.83
总债务	31.11	34.35	24.65
资产负债率	58.22%	57.46%	52.09%
现金短期债务比	0.05	0.17	0.64
营业收入	2.89	3.79	2.89
其他收益	0.45	0.76	0.57
利润总额	0.81	0.82	0.88
销售毛利率	24.33%	14.14%	29.56%
EBITDA	1.19	1.12	1.25
EBITDA 利息保障倍数	0.39	1.01	0.91
经营活动现金流净额	0.51	2.35	-0.75

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **公司基础设施建设业务持续性较好。**公司主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设等业务，截至 2024 年末，公司主要在建项目包括王庄沟棚改项目、阳山周边棚改项目等，其中在建代建项目合计总投资 27.33 亿元，已投资 22.45 亿元，总投资以及待结算规模较大，基础设施建设业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2024 年公司获得政府补助 0.45 亿元，占当期利润总额的 55.19%，有效提升了公司利润水平。
- **兴农担保提供的保证担保有效提升了“23 延经 01/23 延安经开债 01”安全性。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为 AAA，由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“23 延经 01/23 延安经开债 01”安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货等为主，其中应收款项主要系应收代建项目款和应收政府单位往来款，回收时间存在一定不确定性，存货以林权和代建项目为主，资产质量较差且流动性较弱。
- **公司债务规模较大，偿债能力指标弱化，且在建项目存在较大的资金压力。**截至 2024 年末，公司总债务 31.11 亿元，占负债总额的比重达 74.23%，公司现金短期债务比指标和 EBITDA 利息保障倍数有所下降，2024 年末现金短期债务比仅为 0.05，现金类资产对于短期债务的保障程度很弱。截至 2024 年末，公司主要在建代建及自营项目总投资 43.27 亿元，尚需投资 12.88 亿元，资金主要由公司筹集，面临较大的资金压力。
- **公司面临较大或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额合计 19.24 亿元，占净资产比例为 63.97%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长，公司存在较大或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
延安新区投资	延安新区集团	207.44	71.17	6.90	延安市新区城市道路、桥梁、市政设施等基础设施建设平台，从事基础设施建设,负责区域内土地平整,棚户区改造和安置房建设等,商品房开发业务
延安经开	延安城投	71.98	30.07	2.89	主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务
延安旅游	延安城投	157.91	56.33	5.92	延安市旅游景区的主要经营主体，并承接入境旅游及国内旅游业务，主营景区运营、酒店住宿餐饮服务、旅行社旅游服务等。
延安城投	延安市人民政府国有资产监督管理委员会	700.33	203.59	22.78	负责延安市城市道路、桥梁、市政设施等基础设施建设，以及自来水和污水、天然气、供热等业务
延安新区集团	延安市人民政府国有资产监督管理委员会	340.90	115.47	12.40	延安市新区内最主要的基础设施建设主体

注：（1）延安旅游为延安旅游（集团）有限公司的简称、延安城投为延安城市建设投资（集团）有限责任公司的简称、延安新区投资为延安市新区投资开发建设有限公司的简称、延安新区集团为延安新区投资发展（集团）有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2024 年数据。
 资料来源：choice，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	2/7
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					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
23延经01/23延安经开债01	5.00	5.00	2024-6-28	2030-8-23

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金用于延安高新区创新科技产业园（二期）项目和补充营运资金，截至2025年3月21日，“23延经01/23延安经开债01”的募集资金专项账户余额2,424.78元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2024年6月，公司发生股权变更，新增股东延安高新发展（集团）有限公司（以下简称“延安高新”，实际控制人为延安市国资委），持有公司49%股权，公司控股股东延安城投持股比例由100.00%下降至51.00%。公司股权变更后，控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东为延安城投，实际控制人为延安市国资委。

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务。跟踪期内公司无新增纳入合并范围内的子公司，子公司延安高新企业管理咨询有限公司因注销不再纳入合并范围。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部

环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的债务化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

延安市是全国优秀旅游城市，区域内能源资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系，但经济发展对能源工业较为依赖；延安市GDP规模在陕西省位居中等，近年地方政府债务增速较快

区位特征：延安市是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地，区域内煤炭、石油等矿产资源丰富。延安市是省域副中心城市，位于陕西省北部，地处黄河中游，黄土高原的中南地区，省会西安以北371千米。北连榆林，南接关中咸阳、铜川、渭南三市，东隔黄河与山西临汾、吕梁相望，西邻甘肃庆阳。延安市下辖1市2区10县，总面积3.7万平方公里，截至2024年末，延安市常住人口为224.79万人。延安矿产资源丰富，发展能源化工工业具备坚实基础，已探明矿产资源16种，其中煤炭储量110亿吨，石油13.8亿吨，天然气资源总量3,000亿立方米以上，紫砂陶土2亿吨。延安是中国石油工业的发祥地，大陆第一口油井位于延安市延长县，石油开发已有百年历史。“延长石油”被授予中国驰名商标。延安人文旅游资源独具特色，有中华民族圣地黄帝陵、中国革命圣地延安、黄河壶口瀑布、

黄土风情文化等，是国务院首批公布的历史文化名城，市内有历史遗迹8,545处，革命旧址445处，珍藏文物近7万件，是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地。

经济发展水平：延安市GDP规模在陕西省位居中等，经济发展对能源工业较为依赖。延安市煤炭资源丰富，经济发展对能源工业较为依赖，2024年全国煤炭价格有所回升，GDP增速恢复，GDP规模在陕西省位居中等。延安市以第二产业为主，2024年三次产业结构为10.3:54.9:34.8。2024年规模以上工业总产值增长3.1%，从三大门类看，采矿业增长2.0%，制造业增长0.9%，电力、热力、燃气及水的生产及供应业增长13.8%。全市投资总体运行平稳，2024年固定资产投资同比增长6.5%，其中工业投资拉动效果显著，全市工业投资同比增长14.4%；全市基础设施投资同比增长8.3%。全市消费市场增速下降较多，2024年实现社会消费品零售总额401.51亿元，同比增长2.7%。

表1 2024年陕西省主要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
西安市	13,317.78	4.60	10.15	1,002.37	1,214.91
榆林市	7,548.68	6.00	-	-	-
咸阳市	3,001.27	6.50	7.32	114.66	67.42
延安市	2,383.36	5.50	10.57	173.64	47.84
渭南市	2,157.73	5.70	4.69	87.77	64.69
铜川市	588.82	6.40	8.36	24.31	4.70

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市经济运行报告、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 延安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,383.36	5.5%	2,280.24	1.8%	2,231.93	4.6%
固定资产投资	-	6.5%	-	1.7%	-	-2.9%
社会消费品零售总额	401.51	2.7%	445.86	0.1%	445.63	7.5%
进出口总额	23.71	21.1%	-	-	17.38	220%
人均 GDP（万元）		10.57		10.07		9.84
人均 GDP/全国人均 GDP		110.39%		112.53%		114.81%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2022-2024 年延安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：依托区域内丰富的能源以及自然、人文资源，延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系。近年来延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导，农副食品加工业、装备制造、新材料、新技术、生物医药等产业同步发展的多元化产业体系。其中能源产业是延安市支柱产业，受益于区域内丰富的煤炭、石油、天然气等资源，形成了以煤炭、原油开采及天然气开采、石油加工、LNG及天然气等细分产业。农业是延安市特色产业，目前已经形成了苹果、畜牧业、设施农业为主导的“3+X”产业体系。同时延安作为中国革命圣地，具有丰富的人文旅游资源，近年来加

速创建全域旅游示范市。2024年全市共接待旅游人数4,731.5万人次，游客总花费381亿元。

财政及债务水平：延安市一般公共预算收入和政府性基金收入均存在一定波动，地方政府债务增速较快。近年来延安市一般公共预算收入存在一定波动，其中2023年同比下降主要系省级调整了省以下收入分享体制（将资源税由省与市县30%：70%调整为70%：30%，金融业增值税由15%：35%调整为35%：15%，同时调整了地方教育附加、森林植被恢复费等8项非税收入分享比例）所致。税收收入占一般公共预算收入的比重持续下滑，财政收入质量一般。近年政府性基金收入存在一定波动，主要受土地出让收入的影响。区域债务方面，延安市地方政府债务余额增长较快，截至2024年末，延安市政府债务余额为755.15亿元。

表3 延安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	173.64	165.13	180.45
税收收入占比	72.87%	78.01%	83.43%
财政自给率	30.98%	32.51%	37.80%
政府性基金收入	47.84	34.22	36.44
地方政府债务余额	755.15	657.98	621.21

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：延安市人民政府网，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务。2024年公司营业收入规模有所下降，主要系基础设施建设业务收入减少所致。租赁收入为公司向高新区管委会和入园企业出租厂房、办公楼等取得的收入，收入规模较为稳定。物业管理收入为对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，其他业务收入主要系担保收入和光伏扶贫电站收入等。毛利率方面，2024年公司销售毛利率较上年有所提升，主要系收入占比较高的基础设施建设业务毛利率上升所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	1.91	66.07	12.40	3.04	80.11	3.19
租赁业务	0.47	16.11	54.50	0.47	12.47	55.12
物业管理	0.32	11.07	5.41	0.13	3.36	19.02
其他业务	0.20	6.76	100.00	0.15	4.07	99.99
合计	2.89	100.00	24.33	3.79	100.00	14.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务持续性较好，但资金回笼情况较差，在建项目存在较大资金支出压力

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司吴起县城市建设投资集团有限公司（以下简称“吴起城投”）以及延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司（以下简称“公用事业公司”）负责。公司基础设施建设业务主要模式如下：公司本部、吴起城投、公用事业公司与委托方（包括延安市新型城镇化开发建设有限责任公司、延安高新、吴起县人民政府、延安高新技术产业开发区管理委员会等）签订《项目委托代建合同》，由公司本部、吴起城投、公用事业公司负责项目的投资建设（包括项目的报建、资金筹集等），项目竣工验收后，由委托方向公司支付代建款，代建款为建设投资款（含融资利息）加计项目投资收益。实际操作中，公司一般按照经委托方确认的工程量确认单确认收入并结转相应成本。

2024年公司实现基础设施建设收入1.91亿元，较上年有所下降，截至2024年末，公司应收账款中仍有7.02亿元应收代建款，资金回笼情况欠佳，主要结算项目为公司代建的一系列棚改项目。该业务毛利率较上年大幅上升，主要因为2023年结算的是吴起城投电站项目，该项目产生的代建收入是以项目移交时的评估报告为准，相比棚改项目而言利润比例不固定且较低。截至2024年末，公司主要在建项目包括王庄沟棚改项目、阳山周边棚改项目等，其中在建代建项目合计总投资27.33亿元，已投资22.45亿元，计入存货科目，基础设施建设业务持续性较好。

除在建的代建项目外，公司延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务中心等自营项目由公司自筹资金，未来计划通过出租等方式获取收益，其中创业大厦项目和延安高新区创新科技产业园（二期）项目已完工转入投资性房地产。截至2024年末，自营项目实际已投资8.69亿元，均计入“在建工程”科目。截至2024年末，公司主要在建项目总投资43.27亿元，尚需投资12.88亿元，资金主要由公司筹集，随着项目推进，公司存在较大的资金支出压力。

表5 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否代建
宗湾子棚户区	2.91	2.68	是
延安经济技术开发区安置房小区（保障房）13、14、15 号楼项目	5.63	4.37	-
王庄沟棚改项目*	3.52	4.03	是
金马大道棚改项目	1.07	0.65	是
城北棚改项目*	0.80	0.84	是
李渠东区棚改项目	8.00	6.58	是
阳山周边棚改项目	4.30	2.00	是
老城金海驰棚改项目*	1.10	1.30	是
小计	27.33	22.45	-
延安高新区创新科技产业园（二期）项目	9.45	3.26	否
创业大厦项目	5.12	4.29	否
延安高新区能源科技产业园（A 区）便民服务中心项目	0.85	0.68	否
延新苑住宅（专家公寓）	0.52	0.46	否
小计	15.94	8.69	-

合计	43.27	31.14	-
----	-------	-------	---

注：“*”表示累计已投资金额超预期总投资金额，延安经济技术开发区安置房小区（保障房）13、14、15号楼项目原为代建项目，目前公司取得公租房经营权，协议约定租金用于补偿安置小区建设支出，租金不足部分由延安高新技术产业开发区管理委员会补偿给公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁及物业管理等业务

房屋租赁及物业管理业务等是公司收入来源的一定补充

租赁方面，公司租赁业务收入主要为公司向入园企业出租厂房、办公楼等取得的收入，根据与租赁方签订的租赁合同按照租赁期和约定的租赁费进行收入确认，2024年实现收入0.47亿元，收入规模较为稳定。

表6 截至 2024 年末公司主要房屋出租项目情况（单位：平方米）

租赁物	房屋类型	可出租面积	租赁对象	出租率	租赁期间
创新科技产业园一期（陕汽大院）	钢结构厂房、办公楼、宿舍	24,991	汽车及零部件生产、销售企业	73.00%	1-2 年，到期续签
创新科技产业园二期	标准化厂房、综合办公楼	85,953	科技创新企业、地方国有企业	68.00%	1-2 年，到期续签
孵化器	厂房、办公楼	24,435	食品生产销售企业、环境监测企业、地方国有企业	60.00%	1-2 年，到期续签

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物业管理业务主要系公司对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，营业收入随管理规模变化而变化，2024年实现收入0.32亿元，较上年收入规模有所上升，主要系2024年物业服务面积扩张所致。整体而言，公司房屋租赁、物业管理及其他业务收入规模不大，但对营业收入形成了一定补充。

公司继续获得外部支持，提升了公司利润水平

根据国有资产移交协议，2024年公司继续将吴起城投部分公益性资产（体育中心）划出，移交至国有资产管理中心，减少资本公积1.55亿元。除此之外，公司2024年获得政府补助0.45亿元，提升了公司的利润水平。

五、 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兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

受划出资产影响，公司所有者权益规模下降，权益对负债的保障能力仍较弱；公司资产以应收款项、林权和林地、代建项目等为主，资产质量较差，流动性较弱；债务规模较大，现金类资产对短期

债务覆盖程度差，公司偿债压力加大

资本实力与资产质量

受部分资产划出影响，2024年末公司所有者权益规模有所下降，产权比率较上年略有上升，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图1 公司资本结构

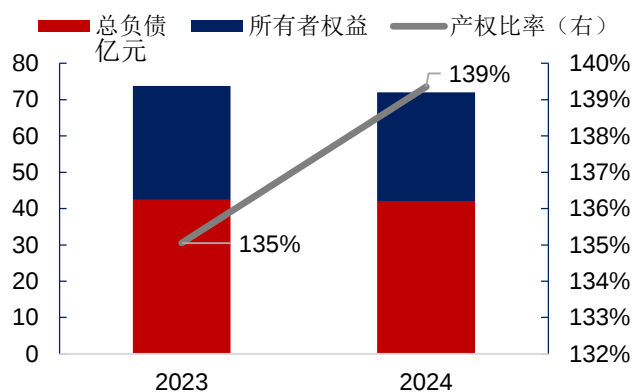
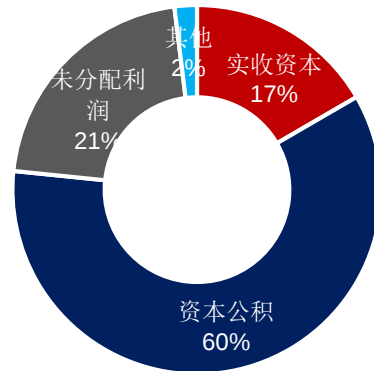


图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产规模有所下降，2024年末资产总额71.98亿元。公司资产以存货和应收款项（应收账款和其他应收款）为主要构成，2024年末上述资产合计占公司总资产的65.63%。截至2024年末，公司存货为29.88亿元，仍主要由工程施工和消耗性生物资产构成，较上年末有所增加。其中，截至2024年末工程施工账面价值为22.70亿元，主要为在建及部分已完工未结算的代建项目，包括城南棚改项目、燕山台棚户区项目等；消耗性生物资产账面价值7.18亿元，主要是林权，近年产生收益少且即时变现能力较差。2024年末公司应收账款主要为应收代建项目款，由于代建款项支付较慢，应收账款规模逐年增加；公司其他应收款主要为政府单位往来应收款项，规模有所下降。截至2024年末，应收账款和其他应收款合计占总资产比例约24.11%，对资金形成较大占用。2024年末公司货币资金0.54亿元，主要为银行存款，其中受限资金0.95万元为冻结资金。2024年末公司投资性房地产大幅增加，主要系在建工程结转所致；其他非流动资产同比减少，主要系划出资产所致。此外，公司尚有部分投资性房地产和固定资产未办妥相关权证，合计6.72亿元，占总资产比重为9.34%。截至2024年末，公司受限资产规模1.50亿元，主要为抵押的投资性房地产、固定资产和冻结的货币资金，占总资产比例为2.08%，公司整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.54	0.75%	2.42	3.27%
应收账款	7.62	10.59%	7.14	9.68%
其他应收款	9.73	13.52%	10.47	14.19%
存货	29.88	41.52%	28.71	38.91%
流动资产合计	49.77	69.15%	50.53	68.48%

固定资产	2.46	3.42%	2.49	3.38%
在建工程	2.91	4.05%	6.62	8.98%
投资性房地产	7.56	10.50%	2.90	3.93%
无形资产	3.10	4.30%	3.20	4.33%
其他非流动资产	5.69	7.90%	7.24	9.81%
非流动资产合计	22.21	30.85%	23.25	31.52%
资产总计	71.98	100.00%	73.79	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

截至2024年末，公司总债务规模31.11亿元，占负债总额比重为74.23%。从品种结构来看，公司债务主要由银行借款、应付债券和非标融资构成。

2024年末公司短期借款0.05亿元，均为保证借款；长期借款5.82亿元，较上年末有所下降，包括抵押借款、保证借款和保证+抵押借款。截至2024年末，公司应付债券规模大幅上升，主要系新发行了“24延开01”，发行规模5亿元；非标融资主要包括长期应付款和一年内到期的非流动负债。从债务到期分布来看，公司债务以长期债务为主，且债务结构较合理，短期债务压力有一定缓解。

其他经营性负债方面，2024年末公司其他应付款有所增加，主要包括与延安市保障性住房建设有限公司、延河综合治理项目国开发展基金和延安市安塞区财政局等单位的往来款及资金拆借款；应付账款主要为应付施工方工程款，同比略有下降。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.05	0.12%	0.20	0.47%
应付账款	2.89	6.89%	3.06	7.21%
其他应付款	8.49	20.25%	7.64	18.01%
一年内到期的非流动负债	6.47	15.44%	9.59	22.62%
流动负债合计	20.61	49.19%	22.44	52.92%
长期借款	5.82	13.90%	8.85	20.87%
应付债券	14.74	35.18%	9.70	22.89%
长期应付款	0.73	1.73%	1.41	3.31%
非流动负债合计	21.29	50.81%	19.96	47.08%
负债合计	41.90	100.00%	42.40	100.00%
总债务	31.11	74.23%	34.35	81.03%
其中：短期债务	9.86	31.70%	13.88	40.41%
长期债务	21.25	68.30%	20.47	59.59%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率有所上升。公司现金短期债务比指标下降较快，2024年末仅

为0.05，现金类资产对于短期债务的保障程度很弱。同时，2024年公司EBITDA利息保障倍数也有所下降，EBITDA对利息的保障程度仍较弱。整体来看，公司偿债能力指标弱化，偿债压力有所加大。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	58.22%	57.46%
现金短期债务比	0.05	0.17
EBITDA 利息保障倍数	0.39	1.01

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月23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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年5月29日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计19.24亿元，占净资产比例为63.97%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长，公司存在较大或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是延安市政府下属重要企业，公司股权变更后，新增延安高新持有公司49%股权，延安城投持股比例由100.00%下降至51.00%。公司控股股东仍为延安城投，实际控制人仍为延安市国资委。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，延安市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与延安市政府的联系中等。公司股权由延安市国资委接近全资持有，延安市政府对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权，但公司的主要业务均来自于延安市高新区和吴起县政府。公司近年受到的政府支持主要来源于延安市高新区政府，预计公司未来与延安市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对延安市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，对于延安市政府和地方经济的贡献一般，对于延安市政府而言，公司具备一定可替代性，但考虑到公司已发行债券，若公司违约，将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

八、 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有效提升了“23延经01/23延安经开债01”的安全性

本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，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。保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。债券持有人在保证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。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，担保人继续承担担保函项下的保证责任。本期债券到期之前，担保人发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的担保，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付债券本息。

兴农担保成立于2011年8月，是由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元。后经多次增资及股东变更，截至2024年末，兴农担保注册资本及实收资本均为100.11亿元，控股股东重庆渝富资产经营管理集团有限公司持股比例为72.87%，兴农担保实控人为重庆市国资委。

近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，叠加城投类企业融资政策收紧等因素影响，直接融资担保业务规模有所下降，但得益于2023年以来开始参与重庆化债工作，新增较大规模地方国企贷款担保业务，间接融资担保业务规模快速增长，截至2024年末，兴农担保融资担保余额为840.53亿元，较2022年末增长7.72%。兴农担保的担保代偿项目主要来自间接融资担保业务，2024年当期担保代偿额为0.74亿元，当期担保代偿率为0.20%，较2022年末下降0.64个百分点，处于较低水平，累计代偿回收率为83.29%，回收情况较好，但在弱资质城投类企业融资环境趋紧的情况下，未来仍需关注担保业务质量变化情况。

表10 兴农担保主要财务指标情况（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	211.91	207.19	183.34
货币资金	84.46	50.07	44.11
应收代偿款余额	16.32	12.31	14.42
应收代偿款减值准备	12.23	7.78	6.06
所有者权益合计	125.48	123.45	96.37
营业收入	15.15	13.61	12.57
担保业务收入	11.26	9.58	9.54
净利润	6.64	3.75	3.19
净资产收益率	5.33%	3.41%	3.34%
融资担保余额	840.53	703.56	780.29
直接融资担保余额	466.43	564.88	676.05
间接融资担保余额	374.10	138.68	104.24

非融资担保余额	88.44	88.55	79.96
融资担保责任余额	753.94	554.55	533.10
融资担保责任余额放大倍数（X）	6.81	6.02	8.32
当期担保代偿率	0.20%	0.63%	0.84%
累计代偿回收率	83.29%	92.11%	83.33%
拨备覆盖率	1,021.22%	710.15%	494.40%

注：拨备覆盖率=（担保赔偿准备金+未到期责任准备金+一般风险准备+应收代偿款坏账准备）/应收代偿款余额，数据为兴农担保本部口径

资料来源：兴农担保 2022-2024 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

截至2024年末，兴农担保资产总额为211.91亿元，其中货币资金、扶贫专项资金、金融投资资产和应收代偿款账面价值分别为84.46亿元、44.38亿元、32.13亿元和4.09亿元，金融投资资产主要包括13.45亿元结构性存款、10.67亿元债权投资和7.22亿元委托贷款；同期末兴农担保应收代偿款账面余额为16.32亿元，已计提减值准备12.23亿元，账面价值为4.09亿元，同比下降9.88%；其他应收款账面余额为11.17亿元，其中对重庆鑫昌调味品销售有限公司的借款账面余额8.79亿元，已计提坏账准备6.21亿元，未来面临较大的回收风险。截至2024年末，兴农担保本部口径I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为60.04%、20.07%和19.15%，满足监管部门相应要求。截至2024年末，兴农担保负债总额为86.44亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成；同期末兴农担保的所有者权益为125.48亿元，实收资本为100.11亿元，资本公积为2.18亿元，同比减少15.92亿元，主要是因为将易地扶贫搬迁项目地方政府债务余额调整至其他负债。截至2024年末，兴农担保融资担保责任余额放大倍数为6.81，同比有所增长。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，2024年兴农担保实现营业收入15.15亿元，同比增长11.29%，其中已赚担保费为10.41亿元，净利润为6.64亿元；净资产收益率为5.33%，同比上升1.92个百分点。

兴农担保作为重庆市政府下属国有重点企业，在促进重庆市“三农”发展，负责市内扶贫搬迁项目、参与化解重庆各区县地方债务风险等方面承担重要职责，在业务开展、资本补充等方面获得股东及重庆市政府大力支持；间接融资担保业务服务三农和中小微企业客群，2023年以来参与重庆市化债工作，业务规模呈大幅增长趋势，区域竞争力较强；资本实力强，拨备计提较充分。同时中证鹏元也关注到，在城投类企业融资政策收紧等因素影响下，兴农担保直接融资担保余额有所下降，未来业务增长承压；应收代偿款和其他应收款面临一定的信用风险和减值压力。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保证担保，有效提升了本期债券信用水平。

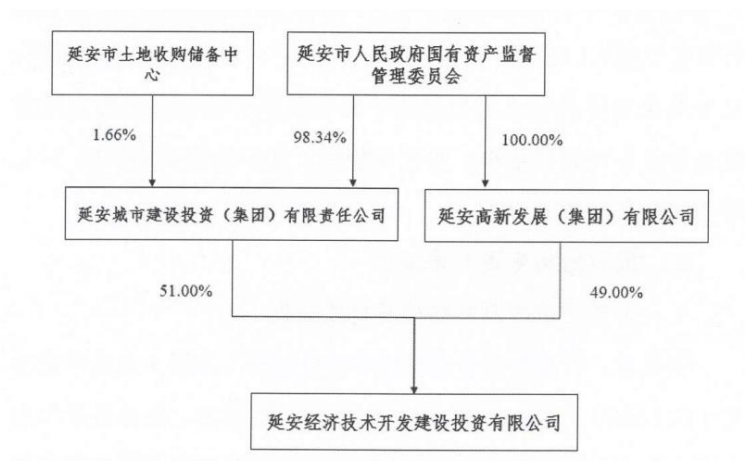
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	0.54	2.42	3.28
应收账款	7.62	7.14	6.90
其他应收款	9.73	10.47	9.78
存货	29.88	28.71	28.90
流动资产合计	49.77	50.53	50.65
固定资产	2.46	2.49	6.32
在建工程	2.91	6.62	4.55
投资性房地产	7.56	2.90	2.90
无形资产	3.10	3.20	3.30
其他非流动资产	5.69	7.24	0.00
非流动资产合计	22.21	23.25	17.88
资产总计	71.98	73.79	68.53
短期借款	0.05	0.20	0.10
应付账款	2.89	3.06	2.77
其他应付款	8.49	7.64	6.44
一年内到期的非流动负债	6.47	9.59	4.78
流动负债合计	20.61	22.44	16.18
长期借款	5.82	8.85	11.96
应付债券	14.74	9.70	4.92
长期应付款	0.73	1.41	2.64
非流动负债合计	21.29	19.96	19.52
负债合计	41.90	42.40	35.69
总债务	31.11	34.35	24.65
其中：短期债务	9.86	13.88	5.86
所有者权益	30.07	31.39	32.83
营业收入	2.89	3.79	2.89
营业利润	0.81	0.82	0.88
其他收益	0.45	0.76	0.57
利润总额	0.81	0.82	0.88
经营活动产生的现金流量净额	0.51	2.35	-0.75
投资活动产生的现金流量净额	0.29	-8.48	0.73
筹资活动产生的现金流量净额	-2.68	5.37	-2.17
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	24.33%	14.14%	29.56%
资产负债率	58.22%	57.46%	52.09%
短期债务/总债务	31.70%	40.41%	23.76%
现金短期债务比	0.05	0.17	0.64

EBITDA（亿元）	1.19	1.12	1.25
EBITDA 利息保障倍数	0.39	1.01	0.91

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 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
延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司	30,000.00	100.00%	商务服务业
延安高新投资有限公司	10,000.00	100.00%	商务服务业
吴起县城市建设投资集团有限公司	6,000.00	100.00%	资本市场服务
安塞区水务投资建设有限公司	1,000.00	100.00%	水利管理业
吴起县扶贫开发投资有限责任公司	2,000.00	100.00%	资本市场服务
吴起县交通投资有限责任公司	3,000.00	100.00%	其他服务业
吴起县森绿环保科技有限公司	2,000.00	100.00%	批发业
吴起县新洛源物业管理有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业
吴起县九川旅游汽车租赁有限责任公司	500.00	100.00%	租赁业

注：截至本报告出具日，公开资料显示吴起县扶贫开发投资有限责任公司、吴起县交通投资有限责任公司股东分别为吴起县人民政府、财政局，尚未完成工商变更。

资料来源：公司 2024 年审计报告

附录四 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa-
外部特殊支持	+3
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）兴农担保作为重庆市政府下属的国有重点企业，在促进重庆市“三农”发展、负责市内扶贫搬迁项目、参与化解重庆各区县地方债务风险等方面承担重要职责，在业务开展、资本补充等方面获得股东及重庆市政府的大力支持。中证鹏元认为兴农担保在面临债务困难时，重庆市政府提供特殊支持的意愿极强；同时，中证鹏元认为重庆市政府提供支持的能力极强，因此在个体信用状况基础上上调3个子级。

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+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

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号