

2017 年兴宁市永业基础设施建设投资有限公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



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

## 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

## 2017年兴宁市永业基础设施建设投资有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪  
第【431】号 01

债券简称: 17兴宁永业  
债/17兴宁债

增信方式: 保证担保

担保主体: 广东省融资  
再担保有限公司

债券剩余规模: 5.00 亿

债券到期日期: 2024 年  
7 月 24 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 自发行后第 3 年起,  
逐年按照发行总额 20%  
的比例偿还本金

分析师

姓名:  
刘惠琼 蒋申

电话:  
0755-82872863

邮箱:  
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法, 该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 26 日	2019 年 6 月 24 日

### 评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对兴宁市永业基础设施建设投资有限公司(以下简称“兴宁永业”或“公司”)及其 2017 年 7 月 24 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2020 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到:公司外部环境良好, 主营业务可持续性仍然较好, 广东省融资再担保有限公司(以下简称“广东再担保”)提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平; 同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱, 大额预付拆迁补偿款回收方式暂不确定, 同时在建项目面临较大的资金支出压力, 以及一定的偿债压力和或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 区域经济保持增长, 为公司发展提供了良好基础。2019 年兴宁市实现地区生产总值 183.47 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 3.2%, 经济增速小幅回升; 固定资产投资同比增长 12.9%, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司主营业务可持续性较好, 收入来源较有保障。作为兴宁市重要的安置房和基础设施建设投融资平台, 公司安置房业务具有较强区域垄断性; 截至 2019 年末, 公司已完工待回购安置房面积 17.02 万平方米, 主要在建安置房项目计划总投资为 17.18 亿元, 已投资 3.93 亿元, 随着项目的推进, 收入来源较有保障。
- 保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定, 广东再担保主体长期信用等级为 AAA, 其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效

提升了本期债券的信用水平。

### 关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**公司资产主要以安置房项目、土地使用权和预付拆迁补偿款为主，2019 年末账面价值合计为 41.37 亿元，占总资产的 66.16%，其中受限资产账面价值 10.33 亿元，占资产总额的 16.52%，资产整体流动性较弱。
- **预付拆迁补偿款规模较大，回收方式暂不确定。**截至 2019 年末，公司账面有 17.22 亿元预付拆迁补偿款，系子公司兴宁城投受兴宁市人民政府委托对南部新城房屋土地拆迁、征收形成，规模较大，尚未结算，款项回收方式和回收时间均不确定。
- **公司资金支出压力较大。**2019 年公司经营活动现金净流出 1.35 亿元，持续表现不佳；截至 2019 年末，在建安置房项目尚需投资 13.26 亿元，面临较大资金支出压力。
- **公司面临一定的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务为 14.08 亿元，占当期负债总额的比重为 63.74%，2019 年 EBITDA 利息保障倍数为 1.94，2020 年及 2021 年需偿还有息债务本金分别为 1.97 亿元和 2.24 亿元。
- **公司存在一定的或有负债风险。**2019 年末，公司对外提供担保金额为 12.70 亿元，与公司净资产之比为 31.40%，担保对象全部为国有企业和事业单位，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	625,346.24	637,813.00	678,706.39
所有者权益	404,516.64	394,024.45	387,591.59
有息债务	140,756.01	149,403.91	149,599.21
资产负债率	35.31%	38.22%	42.89%
现金短期债务比	1.32	6.53	6.77
营业收入	49,391.74	41,504.84	21,619.28
其他收益	1,400.00	1,500.00	2,500.00
利润总额	11,972.99	8,052.39	8,271.51
综合毛利率	27.50%	16.93%	16.76%
EBITDA	19,445.25	13,828.66	11,896.70
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.37	2.84
经营活动现金流净额	-13,464.96	-20,261.04	-21,590.01
收现比	0.12	0.03	0.25

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

#### 广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益	723,872.13	716,478.44	731,007.77
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
当期担保发生额（亿元）	534.74	427.78	414.98
拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

资料来源：广东再担保2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

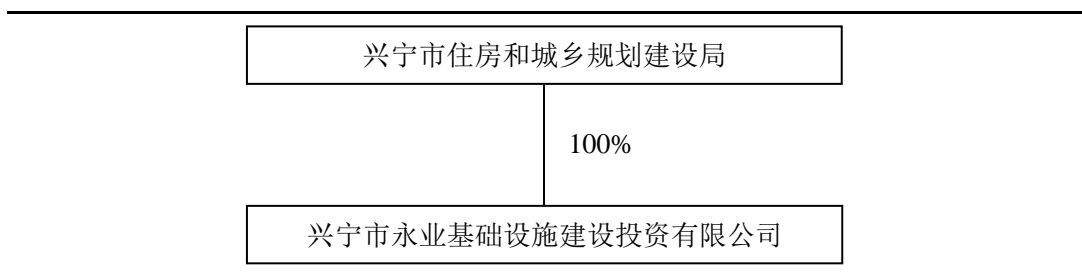
公司于2017年7月24日发行7年期5亿元公司债券，募集资金拟用于兴宁市南部新城棚户区改造项目二期建设项目和补充公司营运资金。截至2020年4月23日，本期债券募集资金专项账户余额为1.51亿元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人、组织架构均无变化，公司董事长、法定代表人变更为黄筱强，相关人员变动对公司日常经营未产生明显影响。

截至2020年4月末，公司注册资本和实收资本仍为20,000.00万元，公司全资股东及实际控制人仍为兴宁市住房和城乡建设局（以下简称“兴宁市住建局”）。

**图 1 截至 2020 年 4 月末公司股权结构情况**



资料来源：公司提供

2019年公司合并报表范围无变化，主营业务仍为安置房和基础设施建设业务，拥有兴宁市城市投资发展有限公司一家子公司，持股比例100%。

**表 1 截至 2019 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司**

公司名称	公司简称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
兴宁市城市投资发展有限公司	兴宁城投	37,600	100%	基础设施建设；房地产开发

资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础

## 设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

## 2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期

债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**兴宁市2019年经济增速小幅回升，但整体经济发展水平较低，经济增长压力仍较大；区域房地产市场景气度较低，房地产投资持续下降**

2019年兴宁市经济增速小幅回升，增长压力仍较大，全市实现地区生产总值183.47亿元，按可比价格计算，同比增长3.2%，增速较上年提升3.0个百分点，但与全国、全省平均水平相比仍有较大差距。分产业结构来看，第一产业增加值47.73亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值35.32亿元，同比增长3.8%；第三产业增加值100.42亿元，同比增长2.5%。三次产业结构比重由2018年的25.3：19.6：55.1调整为2019年的26.02：19.25：54.73。按2018年常住人口估算，2019年全市人均GDP为18,474.12元，仅为同期全国人均GDP的26.06%，经济发展水平较低。



兴宁市工业基础薄弱，全市规模以上工业企业仅61家，主导工业产业主要为装备制造、机电、工艺、纺织等传统产业，受相关行业景气度等因素影响，2019年全市完成工业增加值29.68亿元，同比增长3.1%；完成规模以上工业增加值12.54亿元，同比增长仅0.3%。

2019年兴宁市固定资产投资同比增长12.9%，其中，项目投资同比增长25.6%，主要系广州天河（兴宁）产业转移工业园和东莞石碣（兴宁）产业转移工业园等产业转移项目投资增加所致；房地产投资同比下降4.6%，下降幅度较上年收窄，但仍延续低迷态势，主要系区域房地产市场景气度较低所致。

2019年，全市社会消费品零售总额为127.19亿元，同比增长9.5%，消费市场增速平稳。

**表 2 兴宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	183.47	3.2%	171.94	0.2%
第一产业增加值	47.73	4.1%	43.58	5.1%
第二产业增加值	35.32	3.8%	33.68	-1.4%
第三产业增加值	100.42	2.5%	94.68	-1.3%
工业增加值	29.68	3.1%	25.21	2.0%
固定资产投资	-	12.9%	53.26	-32.1%
社会消费品零售总额	127.19	9.5%	116.13	9.7%
进出口总额（亿美元）	0.97	-10.7%	1.08	-
存款余额	360.3	7.1%	336.5	3.4%
贷款余额	200.2	15.7%	173.1	17.3%
人均 GDP（元）	18,474.12		17,313.62	
人均 GDP/全国人均 GDP	26.06%		26.78%	

注：2018 年和 2019 年人均 GDP 数据按照 2018 年常住人口估算。

资料来源：梅州市 2019 年统计年鉴、兴宁市 2018 年国民经济和社会发展统计公报及兴宁市统计局公开数据，中证鹏元整理

2019 年，兴宁市公共财政收入 10.22 亿元，同比增长 1.1%；公共财政支出 68.92 亿元，同比增长 11.1%；财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 14.83%，财政实力较弱。

## 四、经营与竞争

公司及子公司兴宁城投是兴宁市重要的安置房和基础设施建设投融资平台。2019 年公司营业收入仍主要源于安置房业务，当期安置房销售收入占营业收入比重为 98.55%；受益于安置房结算面积增加以及结算单价上升，公司营业收入同比增长 19.00%。当期综合毛利率为 27.50%，同比提高 10.57 个百分点，主要系部分存量安置房建设成本已在往年

确认所致。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房销售	48,675.78	28.07%	41,319.85	18.42%
其他	715.95	-11.40%	184.99	-316.36%
合计	<b>49,391.74</b>	<b>27.50%</b>	<b>41,504.84</b>	<b>16.93%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**安置房销售收入保持增长，已完工待回购安置房为未来收入来源提供保障；在建项目储备丰富，业务持续性较好，但在建项目后续投资规模较大，存在较大的资金支出压力**

公司及子公司兴宁城投负责兴宁市城区及南部新城的安置房建设业务，该业务具有较强区域垄断性，主要由子公司兴宁城投负责。一般建设模式为：兴宁城投负责安置房地块道路红线内的前期工作、资金筹措、组织工程建设、安全监督等全过程工作，并负责建设地块道路红线内的市政配套设施；项目完工并验收合格后，兴宁城投与兴宁市土地房屋征收安置中心办理交付手续，确认安置房结算款，并于年末集中进行结算支付。账务处理上，近年公司大部分安置房结算价款是通过冲销应付兴宁市土地房屋征收安置中心的借款进行结算。

2019年公司安置房交付面积、实现收入和毛利率均有所上升。其中，福兴安置区二期交付面积13.04万平方米，结算单价为3,711.32元/平方米；宁新安置区B区交付面积0.08万平方米，结算单价为3,591.67元/平方米。全年合计交付面积13.12万平方米，同比增长18.44%；实现安置房销售收入48,675.78万元，同比增长17.80%；销售毛利率为28.07%，同比上升9.65个百分点，主要系本期销售的部分存量安置房建设成本已在往年确认。

**表 4 2019 年公司安置房销售收入明细（单位：万元、万平方米）**

项目名称	交付面积	确认收入	结转成本
福兴安置区二期*	13.04	48,395.63	34,809.20
宁新安置区B区*	0.08	280.15	202.14
合计	<b>13.12</b>	<b>48,675.78</b>	<b>35,011.34</b>

注：“\*”为本期债券募集项目，下表同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司已完工待回购安置房项目主要为福星安置区二期、宁新安置区B区和福兴安置区一期项目，总建筑面积合计为74.51万平方米，剩余待回购面积为17.02万平方米，随项目的回购结转，为公司安置房销售收入可持续性提供一定保障。

本期募投项目由福兴安置区二期和宁新安置区B区组成，2017年开始进入交付阶段，

累计已交付面积合计30.98万平方米，占总建筑面积的65.94%，整体交付进度较慢。整体看，公司安置房销售收入的实现主要受施工进度和地方财力的影响存在一定的不确定性。

**表 5 截至 2019 年末公司主要已完工待回购安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	规划总投资	已投资	总建筑面积	已交付面积	累计回购金额	累计结转成本
宁新安置区 B 区*	3.53	3.95	13.49	10.45	3.51	2.76
福星安置区二期*	9.07	9.74	33.49	20.53	7.64	5.81
福兴安置区一期	5.54	6.83	27.53	26.51	8.21	6.83
<b>合计</b>	<b>18.14</b>	<b>20.52</b>	<b>74.51</b>	<b>57.49</b>	<b>19.36</b>	<b>15.40</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司在建安置房项目主要为宁新安置区C区一期、福兴安置区三期和永和安置区，计划总投资为17.18亿元，累计已投资3.93亿元，尚需投资13.26亿元。整体看，安置房后续业务可持续性较好，但主要在建安置房项目尚需投资13.26亿元，公司仍面临较大的资金支出压力。

**表 6 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建安置房项目明细（单位：万元、万平方米）**

项目名称	计划总投资	已投资	总建筑面积	预计完工时间
宁新安置区 C 区	109,700.00	28,794.88	18.55	2020 年 12 月
福兴安置区三期	58,143.94	8,435.60	27.26	-
永和安置区	3,980.55	2,044.46	1.50	2020 年 8 月
<b>合计</b>	<b>171,824.49</b>	<b>39,274.94</b>	<b>47.31</b>	<b>-</b>

注：福兴安置区三期项目首期八栋楼预计 2020 年 12 月完工，后续四栋楼预计 2021 年 5 月完工。

资料来源：公司提供

此外，公司及子公司还承担部分市政基础设施代建任务，当前公司代建基础设施项目主要为宁新、福兴安置区配套基础设施和输变电工程及其他零散工程（15个项目），项目投资规模较小，项目主要建设资金来自于中央预算资金<sup>1</sup>，剩余部分由兴宁市财政补充，建设成本计在其他非流动资产科目，2019年末账面余额为2.51亿元，项目建成后将移交给兴宁市政府，当前市政基础设施业务不确认收入。

#### 公司在财政补贴方面继续得到当地政府的支持

根据兴宁市财政局《关于2019年度对市城投公司拨款补助事项的说明》，2019年兴宁市人民政府经由兴宁市住建局向公司及子公司兴宁城投拨付1,400万元补助资金，用于支持公司继续承担相关政府公益性或非营利性项目建设任务，相关补助资金已计入公司其他收益，对利润形成一定补充。

<sup>1</sup>根据兴发改〔2014〕113号、兴发改〔2015〕693号、粤财建〔2017〕52号等文件，福兴、宁新安置区中央预算内安置房基础设施工程配套资金合计1.52亿元，截至2019年末，公司已收到7,989.78万元。

## 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致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告和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2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

**公司资产以土地、安置房项目和预付拆迁补偿款为主，受限资产规模较大，预付拆迁补偿款回收方式和回收时间不确定，资产整体流动性较弱**

2019年末公司资产总额为62.53亿元，较为稳定，资产结构仍以非流动资产为主。

2019年末，公司货币资金账面余额2.61亿元，同比减少56.86%，主要系在建项目支出资金增加所致，其中使用受限的资金为500.00万元，全部为借款质押保证金。应收账款账面价值3.23亿元，为上年末的2.74倍，主要系应收兴宁市财政局房屋回购款增加，款项回收风险不大，但回收时间受地方财力影响存在一定不确定性。其他应收款账面价值为4.32亿元，规模与上年持平，主要为托管在兴宁市土地房屋征收安置中心的4.28亿元资金，该款项系公司项目借款，由兴宁市土地房屋征收安置中心托管并负责审核、监管和支付。

公司存货主要为在建及待回购安置房的建设成本，2019年末账面价值为9.40亿元，同比减少10.92%，主要系当期成本结转规模增加所致，其中开发成本为3.93亿元，主要为宁新安置区C区等安置房的建设成本；开发产品为5.48亿元，主要为待回购的福兴安置区二期和宁新安置区B区等完工安置房项目。

长期股权投资账面价值5.51亿元，主要为持有兴宁市产业转移工业园基础设施建设有限公司（账面价值3.91亿元）和兴宁市兴路投资发展有限公司（账面价值1.54亿元）股权，采用权益法核算，2019年合计确认投资收益297.27万元。

2019年12月公司将宁新街道新城大道南侧土地使用权变更为采用公允价值计量的投资性房地产，导致当期末投资性房地产账面价值同比增加22.02%至10.07亿元，前述土地以10万元/年租金已出租给兴宁市广兴公路建设工程有限公司。投资性房地产主要为土地使用权，账面价值9.51亿元，合计面积28.72万平方米，用途以住宅用地为主；其中，受限土地面积合计24.83万平方米，账面价值8.09亿元，受限部分占比投资性房地产账面价值比重为80.34%。两宗土地尚未办理新土地使用权证，账面价值合计3.13亿元，主要系置出土

地已抵押，原证未能领回，暂无法换新证。

公司无形资产全部为土地使用权，面积36.34万平方米，用途以住宅用地为主，2019年末账面价值为5.24亿元，同比减少18.37%，主要系转入投资性房地产所致，其中受限部分面积7.91万平方米，账面价值2.19亿元。

2019年末公司其他非流动资产账面价值19.73亿元，其中预付拆迁补偿款账面价值17.22亿元，系2013年8月以来兴宁市人民政府委托子公司兴宁城投对南部新城的房屋土地实行拆迁征收形成，规模较大，尚未结算，相关补偿款回收方式和回收时间均不确定。

综上，公司资产主要由安置房项目、土地使用权和预付拆迁补偿款构成，预付拆迁补偿款对公司资金占用明显，且受限土地账面价值合计10.28亿元，占资产总额的16.44%，资产流动性较弱。

**表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26,143.83	4.18%	60,598.49	9.50%
应收账款	32,281.32	5.16%	11,751.10	1.84%
其他应收款	43,151.92	6.90%	42,168.45	6.61%
存货	94,047.59	15.04%	105,574.83	16.55%
<b>流动资产合计</b>	<b>197,012.65</b>	<b>31.50%</b>	<b>221,579.86</b>	<b>34.74%</b>
长期股权投资	55,088.91	8.81%	54,787.79	8.59%
投资性房地产	100,725.91	16.11%	82,546.59	12.94%
无形资产	52,436.87	8.39%	64,234.38	10.07%
其他非流动资产	197,314.29	31.55%	191,929.45	30.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>428,333.59</b>	<b>68.50%</b>	<b>416,233.14</b>	<b>65.26%</b>
<b>资产总计</b>	<b>625,346.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>637,813.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司收入保持增长，政府补助对利润形成一定补充

公司收入主要来源于安置房销售业务。2019年，公司实现营业收入49,391.74万元，受安置房结算面积增加影响，2019年公司收入同比增长19.00%；综合毛利率为27.50%，主要系部分存量安置房建设成本已在往年确认所致。

截至2019年末，公司安置房开发成本和开发产品账面价值合计为9.40亿元，随着项目的回购结转，可为公司安置房销售收入可持续性提供一定保障。

近年公司持续获得兴宁市政府提供的政府补助，2019年公司获得政府补助1,400.00万元，占利润总额的比重为11.69%，政府补助对利润形成一定补充。

**表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	49,391.74	41,504.84
其他收益	1,400.00	1,500.00
营业利润	11,985.64	8,054.81
利润总额	11,972.99	8,052.39
综合毛利率	27.50%	16.93%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流表现不佳，在建安置房后续投资规模较大，未来存在较大的资金支出压力**

公司回款能力较弱，经营活动现金流表现不佳，大部分安置房结算价款通过冲销应付兴宁市土地房屋征收安置中心的借款进行结算，造成收现比指标一直处于较低水平，2019年公司安置房结算价款现金回收比例有所上升，销售商品、提供劳务收到的现金为6,099.36万元，为上年的4.24倍，使得2019年公司收现比指标上升至0.12，但仍处于较低水平，部分未回款应收安置房销售款计入在应收账款。2019年公司结算工程款减少，经营活动现金流流出21,714.82万元，同比下降20.57%。综合作用下，经营活动现金流量净流出13,464.96万元，较上年下降33.54%。公司主要在建安置房项目尚需投资13.26亿元，经营活动产生的现金无法满足投资需求，公司仍面临较大资金支出压力和筹资压力。

2019年投资活动产生的现金流量净额为-4,949.92 万元，主要支出项目系宁新安置区配套基础设施工程投资支出（其他非流动资产科目）。2019年受筹资规模降低及支付到期融资租赁款影响，公司筹资活动现金净流出16,039.78万元，较上年略有减少。

**表 9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.12	0.03
销售商品、提供劳务收到的现金	6,099.36	1,440.00
收到其他与经营活动有关的现金	2,150.51	5,637.73
经营活动现金流入小计	8,249.86	7,077.73
购买商品、接受劳务支付的现金	13,880.11	20,154.58
支付其他与经营活动有关的现金	2,922.60	6,592.04

经营活动现金流出小计	21,714.82	27,338.77
经营活动产生的现金流量净额	<b>-13,464.96</b>	<b>-20,261.04</b>
投资活动产生的现金流量净额	<b>-4,949.92</b>	<b>32,305.73</b>
筹资活动产生的现金流量净额	<b>-16,039.78</b>	<b>-17,320.82</b>
现金及现金等价物净增加额	-34,454.66	-5,276.13

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，仍面临一定的偿债压力

2019年末，公司负债总额为22.08亿元，同比减少9.42%，主要系冲销其他应付款所致；所有者权益为40.45亿元，同比增加2.66%；产权比率下降至54.59%，较上年末下降7.28个百分点，净资产对负债的保障程度提升且处于较高水平。

**表 10 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
负债总额	220,829.60	243,788.56
所有者权益	404,516.64	394,024.45
产权比率	54.59%	61.87%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款主要为应付广东佳旺矿业集团有限公司等施工方的工程款和暂估成本（安置区一二期），2019年末应付账款余额为3.79亿元，同比增加24.09%，主要系未完工工程款增加所致。其他应付款主要为应付兴宁市土地房屋征收安置中心的借款（无息），2019年末为1.08亿元，同比减少71.98%，主要系当期部分安置房销售回款冲销应付兴宁市土地房屋征收安置中心借款所致。

2019年末，公司长期借款余额为7.20亿元，同比小幅减少，全部通过应收账款质押和土地使用权抵押取得。公司应付债券余额为4.82亿元，系应付本期债券。2019年末，公司长期应付款余额为1.88亿元，同比减少17.48%，主要是转为一年内到期的非流动负债所致，其中包括应付融资租赁款1.08亿元和专项应付款0.80亿元，专项应付款全系福兴、宁新安置区配套基础设施工程中央资金，将随相关工程的完工而冲销。

**表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	37,937.67	17.18%	30,573.76	12.54%
其他应付款	10,802.13	4.89%	38,550.62	15.81%

一年内到期的非流动负债	9,732.19*	4.41%	9,286.64	3.81%
<b>流动负债合计</b>	<b>76,607.87</b>	<b>34.69%</b>	<b>95,634.95</b>	<b>39.23%</b>
长期借款	72,010.00	32.61%	74,320.00	30.49%
应付债券	48,240.72	21.85%	47,601.99	19.53%
长期应付款	18,762.88	8.50%	22,736.55	9.33%
<b>非流动负债合计</b>	<b>144,221.73</b>	<b>65.31%</b>	<b>148,153.60</b>	<b>60.77%</b>
<b>负债合计</b>	<b>220,829.60</b>	<b>100%</b>	<b>243,788.56</b>	<b>100%</b>
其中：有息债务	140,756.01	63.74%	149,403.91	61.28%

注：17 兴宁永业债一年内到期的本金部分未重分类至一年内到期的非流动负债。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由一年内到期非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款组成，2019年末为14.08亿元，同比减少5.79%，占负债总额的比重为63.74%。从债务偿还期限来看，2020年和2021年公司需偿还有息债务本金分别为1.97亿元和2.24亿元，仍面临一定的压力。

**表 12 2020-2022 年公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	19,732.19	22,430.00	20,963.10
利息	9,921.59	8,344.90	6,795.64
<b>合计</b>	<b>29,653.78</b>	<b>30,774.89</b>	<b>27,758.74</b>

资料来源：公司提供

受负债规模减小影响，2019年公司主要偿债能力指标均有提升。2019年末，公司资产负债率进一步下降至35.31%，处于较低水平；现金短期债务比下降至1.32，主要系17兴宁永业债将从2020年开始每年偿还本金1亿元（至2024年止）所致；EBITDA利息保障倍数上升至1.94，主要系营业收入增长，EBITDA增加所致。

**表 13 公司偿债能力指标**

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	35.31%	38.22%
现金短期债务比	1.32	6.53
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.37
有息债务/EBITDA	7.24	10.80

注：计算 EBITDA 时，计入财务费用的利息支出包含财政贴息。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

广东再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券的偿还提

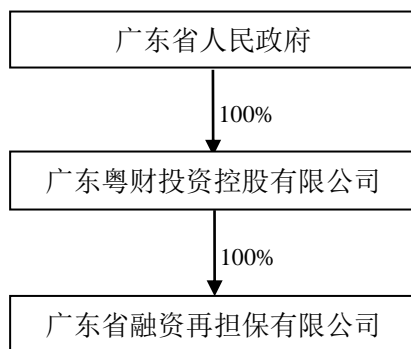


### 供较好保障，仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他支付的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起二年。

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2019年末，广东再担保注册资本为60.60亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

**图 2 截至 2019 年末广东再担保股权结构图**



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2017-2019年广东再担保分别实现营业收入46,883.85万元、40,369.05万元和45,688.60万元，收入规模有所波动。其中担保费收入分别为22,203.44万元、15,632.08万元和23,239.32万元，占营业收入比重分别为47.36%、38.72%和50.86%。直保业务采用市场化运作，系广东再担保收入的重要来源，2017-2019年直保业务收入分别为21,937.94万元、15,548.91万元和22,989.67万元。再担保业务承担了较大的政策性职能，再担保费率较低，与国家融资担保基金合作的再担保业务，广东再担保承担风险责任的部分不收取再担保费，再担保业务收入规模较小。

由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得利息收入。2017-2019年广东再担保利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的51.01%、59.52%和48.57%，系收入的重要构成。

**表 14 2017-2019 年广东再担保收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	23,239.32	50.86%	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%
其中：直保业务收入	22,989.67	50.32%	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%
再担保业务收入	249.65	0.55%	83.17	0.21%	265.50	0.57%
利息净收入	12,798.10	28.01%	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%
投资收益	9,394.35	20.56%	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-455.13	-1.00%	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%
其他业务收入	206.29	0.45%	504.49	1.25%	761.90	1.63%
其他收益	50.53	0.11%	198.66	0.49%	-	-
资产处置收益	-	-	2.88	0.01%	-	-
<b>合计</b>	<b>45,688.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>40,369.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>46,883.85</b>	<b>100.00%</b>

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，广东再担保资产总额为88.11亿元，所有者权益为72.39亿元；2019年度，广东再担保实现营业收入4.57亿元，利润总额2.62亿元。

**表 15 2017-2019 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益合计	723,872.13	716,478.44	731,007.77
营业收入	45,688.60	40,369.05	46,883.85
担保业务收入	23,239.32	15,632.08	22,203.44
利息净收入	12,798.10	7,563.04	7,117.87
净资产收益率	2.66%	2.19%	5.42%
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
当期担保发生额（亿元）	534.74	427.78	414.98
拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数

资料来源：广东再担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

## 七、其他事项分析

## （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2019年3月19日），公司本部和子公司兴宁城投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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外提供担保金额为12.70亿元，与公司净资产之比为31.40%，被担保方全部为国有企业和事业单位，但均无反担保措施，仍面临一定的或有负债风险。

**表 16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保类型	担保金额	到期日担保
兴宁市产业转移工业园投资开发有限公司	抵押担保	30,000	2031/1/27
兴宁市土地整理垦复中心	保证担保	32,000	2026/11/20
兴宁市兴东水务建设投资有限公司	保证担保	15,000	2037/10/31
广东省融资再担保有限公司*	抵押担保	50,000	2025/8/22
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>127,000</b>	<b>-</b>

注：“\*”系公司为本期债券担保方广东再担保提供的抵押反担保。

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

公司外部环境良好，安置房业务具有较强区域垄断性，在建项目较多，业务可持续性较好；广东再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本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到公司资产主要以安置房项目、土地使用权和预付拆迁补偿款为主，其中受限资产占总资产的16.52%，资产整体流动性较弱；在建安置房项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资金支出压力；同时，公司面临一定的偿债压力和或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA-，维持评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2019年	2018年	2017年
货币资金	26,143.83	60,598.49	65,874.62
存货	94,047.59	105,574.83	119,930.97
投资性房地产	100,725.91	82,546.59	73,981.47
其他非流动资产	197,314.29	191,929.45	181,314.62
总资产	625,346.24	637,813.00	678,706.39
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	37,937.67	30,573.76	36,187.70
一年内到期的非流动负债	9,732.19	9,286.64	9,728.68
长期借款	72,010.00	74,320.00	67,690.00
应付债券	48,240.72	47,601.99	47,008.61
长期应付款	18,762.88	22,736.55	27,148.06
总负债	220,829.60	243,788.56	291,114.80
有息债务	140,756.01	149,403.91	149,599.21
所有者权益	404,516.64	394,024.45	387,591.59
营业收入	49,391.74	41,504.84	21,619.28
其他收益	1,400.00	1,500.00	2,500.00
营业利润	11,985.64	8,054.81	5,465.39
利润总额	11,972.99	8,052.39	8,271.51
经营活动产生的现金流量净额	-13,464.96	-20,261.04	-21,590.01
投资活动产生的现金流量净额	-4,949.92	32,305.73	-57,162.79
筹资活动产生的现金流量净额	-16,039.78	-17,320.82	79,297.62
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	27.50%	16.93%	16.76%
收现比	0.12	0.03	0.25
产权比率	54.59%	61.87%	75.11%
资产负债率	35.31%	38.22%	42.89%
现金短期债务比	1.32	6.53	6.77
EBITDA（万元）	19,445.25	13,828.66	11,896.70
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.37	2.84
有息债务/EBITDA	7.24	10.80	12.57

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+财政贴息
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出} + \text{财政贴息})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的非流动债务+长期借款+应付债券+长期应付款（有息部分）

## 附录三 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。