

2020 年邾县产业集聚区投资发展有限公司 公司债券 2021 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.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年郟县产业集聚区投资发展有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-29	2020-06-29

债券概况

债券简称：20 郟县产投债/20 郟产投

债券剩余规模：6.7 亿元

债券到期日期：2027-01-21

偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别偿还本期债券发行额的 20%

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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”）对郟县产业集聚区投资发展有限公司（以下简称“郟县产投”或“公司”）及其 2020 年 1 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好的基础，公司基础设施建设业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，且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本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，偿债压力加大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 目前公司在建项目丰富，投资规模较大，预计公司业务持续性较好，且有望继续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	107.55	90.32	82.92
所有者权益	74.19	70.07	64.63
总债务	15.80	6.30	6.15
资产负债率	31.01%	22.42%	22.05%
现金短期债务比	1.72	0.60	0.71
营业收入	5.05	5.87	5.70
其他收益	0.65	0.85	1.00
利润总额	0.87	1.69	1.80
销售毛利率	17.95%	20.42%	18.70%
EBITDA	1.54	1.98	2.02
EBITDA 利息保障倍数	3.10	5.99	7.34
经营活动现金流净额	-5.71	-4.39	-0.46
收现比	1.10	0.77	0.48

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。** 郑县建设发展了产业集聚区、陶瓷产业园、建材产业园等园区，以装备制造、医药和陶瓷等产业为主导产业。区域经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司基础设施建设业务持续性较有保障。** 公司是郑县重要的基础设施建设主体之一，截至 2020 年末，公司已签订代建协议的在建项目预计总投资规模较大，业务持续性较有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。** 公司继续获得股东及政府的资本金注入，增强了公司的资本实力；继续获得政府补贴，提高了公司的利润水平。
- **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，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的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。** 公司资产以应收款项和存货为主，应收款项回收时间具有一定不确定性，存货以土地使用权和项目开发成本为主，即时变现难度较大，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大资金压力。** 截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投入较多资金，面临较大的资金压力。
- **公司偿债压力加大。** 截至 2020 年末，公司总债务为 15.80 亿元，同比大幅增长，公司偿债压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。** 截至 2020 年末，公司对外担保金额合计 11.97 亿元，占年末所有者权益的 16.13%，均未设置反担保措施，且部分被担保对象为民营企业，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年01月21日发行7年期6.7亿元公司债券，募集资金原计划5.5亿元用于郟县城市地下综合管廊建设项目（一期工程），剩余1.20亿元用于补充公司流动资金。

2020年4月24日，公司发布《关于变更“20郟县产投债”部分募集资金用途的公告》，因郟县中心城区城市规划调整，导致地下综合管廊实施进度缓慢，资金使用效率较低。为避免造成资金闲置，提高资金使用效率，本期债券募集资金用途变更为5.5亿元用于郟县天爷庙安置社区（2019年棚户区改造项目），1.2亿元用于补充流动资金。截至2020年6月19日，公司已将变更募集资金用途事宜向相关部门备案并实施。截至2021年6月15日，本期债券募集资金账户余额为2,477.64万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本和实收资本未发生变更。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为30,000.00万元，郟县国有资产管理中心仍持有公司100.00%股权，郟县人民政府仍为公司的实际控制人。根据公司2021年5月7日公布的《郟县产业集聚区投资发展有限公司关于股东名称变更，法定代表人变更以及董事监事高级管理人员变更的公告》，公司股东名称从“郟县国有资产管理中心”变更“郟县国有资产服务中心”，同时公司董事、监事、高级管理人员发生如下变更：

表1 2021年5月公司董事、监事、高级管理人员变更情况

	变更前	变更后
董事会	秦国军（董事长）、王丹丹、南建钢、唐永、刘小朋、黄静、梁双豪	孙中玉（董事长）、邵暑燕、程黎明、赵瑞锋、黄静
监事会	陈亚星、魏书标、王孟浩、刘玉珠、牛浩兵	李皓亮、梁双豪、刘玉珠
高管	秦国军（总经理）	孙中玉（总经理）

资料来源：公司公告

2020年4月公司新设郟县红牛产业发展投资有限公司，合并报表范围增加一家子公司。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实

施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

郑县工业和第三产业保持较快增长，经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的基础，但整体经济规模仍较小

根据郑县人民政府工作报告（2021），郑县2020年生产总值增长3.5%，规模以上工业增加值增长6.1%，固定资产投资增长8.6%，完成社会消费品零售总额75亿元。

2019年郑县地区生产总值为196.80亿元，同比增长8.1%，高于全国经济增速。其中，第一产业增加值23.76亿元，同比增2.3%；第二产业增加值89.32亿元，同比增长9.6%；第三产业增加值83.72亿元，同比增长8.6%。2019年郑县人均GDP/全国人均GDP为47.96%，郑县经济发展水平不高。

工业经济增速加快。近年郑县发展建设了产业集聚区、陶瓷产业园、建材产业园等多个园区，以装备制造、医药和陶瓷等为主导产业。2019年郑县完成工业增加值75.47亿元，同比增长8.6%，较上年提升1.4个百分点。2019年郑县新入库规上工业企业14家，新入库转型攻坚项目30个，总投资55.2亿元。成功申报国家级高新技术企业3家、国家科技型中小企业21家。产业集聚区新开工亿元以上项目19个，清退企业12家，完成固定资产投资62.6亿元，实现税收3.5亿元。

第三产业不断发展。2019年郑县商务中心区新增企业23家，完成营业收入8.02亿元，实现税收2,218万元。阿里巴巴天猫店实现乡镇全覆盖，电商平台交易总量9.4亿元。成功举办第二届中国·郑县美食文化周，吸引游客近10万人。全年游客人数和旅游收入分别增长68.3%和19.7%。

从投资、消费及金融情况来看，2019年郑县固定资产投资增速达19.9%，增速很高且较上年提升。全社会消费品零售总额增速为11.2%，仍保持在10%以上。总体来看，投资和消费对郑县经济增长拉动

较大。近年郑县金融信贷体系发展较快，存贷款余额持续增长。截至2019年末，郑县金融机构存款余额为177.80亿元，贷款余额为97.36亿元。

表2 郑县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	196.80	8.1%	186.98	6.9%
第一产业增加值	23.76	2.3%	23.29	3.5%
第二产业增加值	89.32	9.6%	102.94	6.8%
第三产业增加值	83.72	8.6%	60.75	8.6%
工业增加值	75.47	8.6%	96.10	7.2%
固定资产投资	-	19.9%	-	16.7%
社会消费品零售总额	56.35	11.2%	50.66	10.7%
存款余额	177.80	8.7%	163.63	9.0%
贷款余额	97.36	10.7%	87.99	7.4%
人均 GDP（万元）		3.40		3.23
人均 GDP/全国人均 GDP		47.96%		50.01%

注：“-”表示未获取该数据。

资料来源：2018-2019年郑县国民经济与社会发展统计公报、郑县统计局，中证鹏元整理

2020年郑县实现一般公共预算收入10.4亿元，增长7.5%；实现政府性基金收入9.38亿元，增长18.7%。

五、经营与竞争

公司是郑县重要的基础设施建设主体之一，基础设施建设业务及土地整理业务是公司的主要业务。2020年公司实现营业收入5.05亿元，同比减少14.02%，其中基础设施建设和土地整理业务收入合计占公司营业收入的93.35%；销售毛利率为17.95%，较上年有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设业务	3.57	13.04%	4.28	13.04%
土地整理业务	1.14	34.20%	1.37	34.50%
租赁和服务业务	0.19	78.83%	0.19	84.84%
砂石销售业务	0.14	-72.65%	0.04	25.00%
合计	5.05	17.95%	5.87	20.42%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施建设业务收入和毛利率均较为稳定，在建项目丰富，业务持续性较有保障，但面临较大资金压力

公司是郟县重要的基础设施建设主体，主要负责郟县道路、安全饮水、农田水利等基础设施建设工程。郟县人民政府授权郟县城镇建设投资有限责任公司¹（以下简称“郟县城投”）作为项目发包方与公司签订建设投资协议。按照协议约定，基础设施建设工程的建设资金由公司负责筹集，每年年末，郟县城投按郟县审计部审定的工程成本加5%的管理费及10%的项目回报向公司支付建设投资款。

2020年公司实现基础设施建设业务收入3.57亿，较上年减少0.71亿元；毛利率为13.04%，保持稳定，系收入按工程成本加成一定比例所致。

截至2020年末，公司主要在建基础设施项目总投资52.56亿元，已投资17.16亿元，尚需投资35.40亿元。其中已签订代建协议的在建项目总投资为18.26亿元，公司未来业务持续性较有保障，但面临较大的资金压力。

本期债券募投项目变更为郟县天爷庙安置社区（2019年棚户区改造项目）。项目总投资为9.18亿元，总建筑面积314,323.96m²，其中：住宅197,800.00m²，临街商业33,680.00m²；社区服务用房778.96m²，地下车库82,065.00m²。根据河南省城乡规划设计研究院出具的《郟县天爷庙安置社区（2019年棚户区改造项目）可行性研究报告》，项目计算期7年（2020-2026年），建成后通过销售住宅、临街商铺和地下车库实现收入，预计实现总收入12.04亿元。截至2020年末，该项目已投资2.28亿元。

表4 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	代建/自建
郟县天爷庙安置社区（2019年棚户区改造项目）	91,760.32	22,752.71	自建
郟县城市地下综合管廊建设项目（一期工程）	89,187.42	2,590.42	自建
广润国际花园项目	40,000.00	10,400.00	自建
建业城一期、二期项目	62,000.00	28,951.65	自建
产投大厦项目	35,000.00	6,555.15	自建
广润新城项目	25,000.00	6,558.30	自建
郟县国家储备林建设项目	56,758.30	30,707.98	代建
郟县人民医院异地迁建项目	50,310.00	31,507.97	代建
郟县妇幼健康服务中心项目	43,301.26	16,029.33	代建
郟县城市服务设施建设项目	12,000.00	3,673.52	代建
郟县民生路道路工程（行政路-南二环路）项目	11,303.47	7,050.54	代建
郟县高标准农田建设项目	7,969.07	4,819.03	代建
郟县7所教师周转房项目	997.00	16.80	代建
合计	525,586.84	171,613.40	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理收入有所下降，毛利率稳定；租赁和服务收入大幅增长，毛利率仍很高

土地整理收入是公司的另一项主要收入来源。公司根据郟县人民政府改造、建设以及经济发展的需要，并依据土地规划的要求，负责郟县土地整理业务。根据公司每年与郟县人民政府签订的《土地开发

¹ 郟县城投的实际控制人为郟县人民政府。

承包协议》约定，由公司负责土地整理业务，使乡镇土地达到三通一平，县内土地达到六通一平的状态。每年年末，郑县人民政府会按照每亩补偿15万元的标准由县财政一次性给予土地补偿资金，公司将当年发生的相关成本全部确认为土地整理成本。2020年公司实现土地整理业务收入1.14亿元，略有减少；土地整理业务毛利率为34.20%，较为稳定。

为保障国有资产保值增值，经郑县政府授权，公司负责经营、维护郑县部分国有房产，由公司寻找目标客户，签订房屋租赁合同，并收取相关租金，获得房屋租赁收入。2020年公司实现租赁和服务收入为0.19亿元，和上年持平；毛利率为78.83%，较上年略有下降。

公司获得的外部支持力度仍较大

2020年郑县国有资产服务中心向公司补充注册资本金1.20亿元，郑县财政局拨入项目资本金1.68亿元，以上两项增加公司资本公积。2020年公司以政府财政补助为主的其他收益为0.65亿元，提高了公司的利润水平。

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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年4月公司新设郑县红牛产业发展投资有限公司，合并报表范围增加一家子公司。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以应收款项、土地资产和开发成本为主，资产流动性较弱

2020年末公司资产总额为107.55亿元，同比增长19.07%。公司资产以流动资产为主，2020年末流动资产占比达92.59%。

2020年末公司货币资金共计7.04亿元，较上年大幅增长，其中受限货币资金2.30亿元。公司应收账款主要为应收郑县城投及郑县财政局的工程款，2020年末共计14.24亿元，账龄集中在3年以内。公司其他应收款主要是应收郑县城投、郑县土地储备中心、郑县住房和城乡建设局、郑县交通运输局及国药集团平顶山医疗器械有限公司的往来款，2020年末为9.92亿元，其他应收款中金额前五位合计占比为70.22%。截至2020年末，公司应收款项共计24.16亿元，占总资产的22.64%，规模较大，主要应收对象为当地财政局和郑县城投，对资金形成较大占用，未来需注意实际回收时间。公司存货主要为土地使用权及开发成本。2020年末公司土地使用权账面价值为52.33亿元，共计42宗土地，面积合计414.76万平方米，性质均为出让，证载用途均为城镇住宅用地兼商用，土地资产均未抵押。2020年末开发成本为15.87亿元，主要为郑县人民医院异地迁建项目、广润国际花园项目和郑县妇幼健康服务中心项目等的

投资。

公司长期股权投资为对联营企业郑县豫资建设有限公司的投资，2020年末为4.35亿元，变化不大。截至2020年末，公司受限资产为存单质押的货币资金2.30亿元，规模不大。

总体来看，公司资产以应收款项和土地资产为主，应收款项回收时间具有一定不确定性，土地资产集中变现较为困难，公司资产流动性较弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.04	6.54%	2.03	2.24%
应收账款	14.24	13.24%	13.75	15.22%
其他应收款	9.92	9.22%	7.53	8.34%
存货	68.20	63.41%	60.88	67.41%
流动资产合计	99.58	92.59%	84.29	93.33%
长期股权投资	4.35	4.05%	4.38	4.84%
非流动资产合计	7.97	7.41%	6.03	6.67%
资产总计	107.55	100.00%	90.32	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入和销售毛利率有所下降，财务费用增长较快，政府补助对公司利润的贡献较大

2020年实现营业收入5.05亿元，同比减少14.02%，其中基础设施建设和土地整理业务收入合计占93.35%；销售毛利率17.95%，较上年有所下降。考虑到在建代建项目总投资规模较大，公司业务持续性较有保障。

期间费用方面，2020年公司期间费用规模和期间费用率均有较大增长，主要系财务费用大幅增长所致。2020年期间费用为0.61亿元，同比增长121.97%；期间费用率为11.99%，较上年的4.64%大幅提高。其中财务费用为0.40亿元，同比增长85.71%。2020年公司实现利润总额0.87亿元，同比减少48.37%。

2019-2020年公司分别获得以政府补助为主的其他收益0.85亿元和0.65亿元，占利润总额的50.28%和74.42%，政府补助对公司利润的贡献较大。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

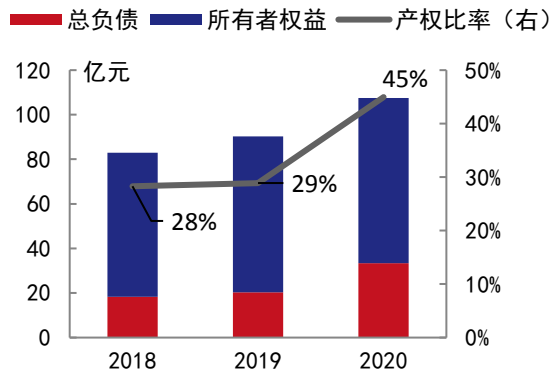
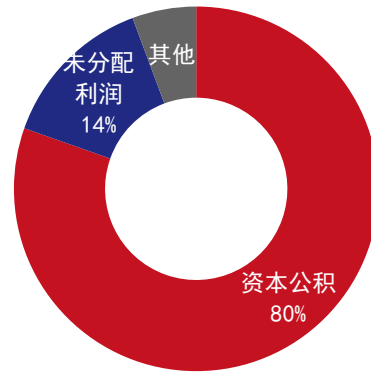
项目	2020年	2019年
营业收入	5.05	5.87
收现比	1.10	0.77
营业利润	0.87	1.69
其他收益	0.65	0.85
利润总额	0.87	1.69
销售毛利率	17.95%	20.42%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快，债务压力加大

2020年末公司负债总额为33.36亿元，同比增长64.74%，主要系发行债券和银行借款增加所致。2020年末公司所有者权益为74.19亿元，同比增长5.88%。2020年末公司产权比率为44.96%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理 资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2020年末流动负债占负债总额的比重为64.93%。

截至2020年末，公司短期借款共计3.88亿元，其中保证借款1.70亿元，质押借款2.18亿元。公司应付账款主要为工程款，2020年末为5.81亿元，其中一年内的应付账款为3.27亿元。截至2020年末，公司其他应付款共计9.02亿元，同比增长53.44%，均为往来款。其他应付对象前五大为邾县中医院、邾县水利投资发展有限公司、邾县人民医院、河南省国投企业管理有限公司和邾县经开区投资发展有限公司。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期长期借款。

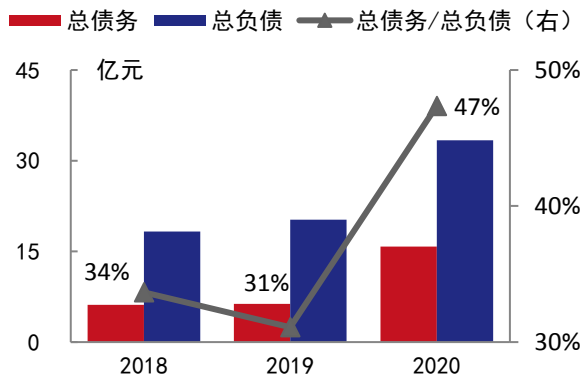
2020年末公司长期借款为5.98亿元，加上一年内到期的部分后为6.20亿元，其中包括信用借款2.05亿元，抵押+保证借款1.60亿元，保证借款2.54亿元。公司应付债券为本期债券。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

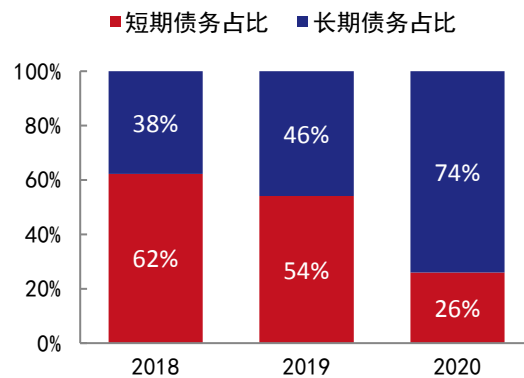
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.88	11.64%	3.09	15.24%
应付账款	5.81	17.41%	6.87	33.91%
其他应付款	9.02	27.03%	5.88	29.02%
一年内到期的非流动负债	0.22	0.66%	0.32	1.58%
流动负债合计	21.66	64.93%	17.36	85.73%
长期借款	5.98	17.92%	2.89	14.27%
应付债券	5.72	17.15%	0.00	0.00%
非流动负债合计	11.70	35.07%	2.89	14.27%
负债合计	33.36	100.00%	20.25	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务为15.80亿元，占负债总额的47.36%，同比增长150.97%，公司债务规模增长较快；其中短期债务4.10亿元，占比25.96%。

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率31.01%，较上年末有所上升但总体负债水平不高。2020年末公司现金短期债务比为1.72，现金对短期债务的保障程度较好。2020年公司EBITDA保障倍数为3.10，较上年有所下降，但表现仍较好。融资弹性方面，截至2020年末，公司获得各银行授信总额度共计8.28亿元，尚未使用的授信额度为2.20亿元。

表8 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	31.01%	22.42%
现金短期债务比	1.72	0.60
EBITDA 利息保障倍数	3.10	5.99

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月18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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为11.97亿元，占年末所有者权益的16.13%，均未设置反担保措施。其中，被担保人中有四家民营企业，分别为郑县富蓝园林绿化有限公司、平顶山市骄阳天姿商贸有限公司、郑县圣宝农业科技开发有限公司和郑县天字机械设备销售有限公司，合计担保金额4,990.00万元，公司面临一定的或有负债风险。

表9 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	类型	担保形式	担保金额
郑县城镇建设投资有限责任公司	保证	单人担保	25,000.00
郑县城镇建设投资有限责任公司	保证	单人担保	16,967.96

郑县城镇建设投资有限公司	保证	单人担保	10,000.00
郑县城镇建设投资有限公司	保证	单人担保	20,000.00
郑县城镇建设投资有限公司	保证	单人担保	16,500.00
郑县妇幼保健院	保证	单人担保	3,000.00
郑县人民医院	保证	单人担保	3,000.00
郑县中医院	保证	单人担保	2,742.29
郑县妇幼保健院	保证	单人担保	2,741.87
郑县妇幼保健院	保证	单人担保	2,330.95
郑县中医院	保证	单人担保	2,318.10
郑县中医院	保证	单人担保	962.45
郑县妇幼保健院	保证	单人担保	961.43
郑县富蓝园林绿化有限公司	保证	单人担保	1,995.00
郑县建设投资发展有限公司	保证	单人担保	1,350.00
郑县城投惠民新能源开发有限公司	保证	单人担保	1,300.00
平顶山市骄阳天姿商贸有限公司	保证	单人担保	995.00
郑县圣宝农业科技开发有限公司	保证	单人担保	1,000.00
郑县天字机械设备销售有限公司	保还	单人担保	1,000.00
郑县龙山水务有限责任公司	保证	单人担保	950.00
郑县玺硕热力有限公司	保证	单人担保	950.00
郑县水利投资发展有限公司	保证	单人担保	700.00
郑县卫生医疗投资发展有限公司	保证	单人担保	990.00
郑县农业投资发展有限公司	保证	单人担保	950.00
郑县教育投资发展有限公司	保证	单人担保	950.00
合计	-	-	119,655.05

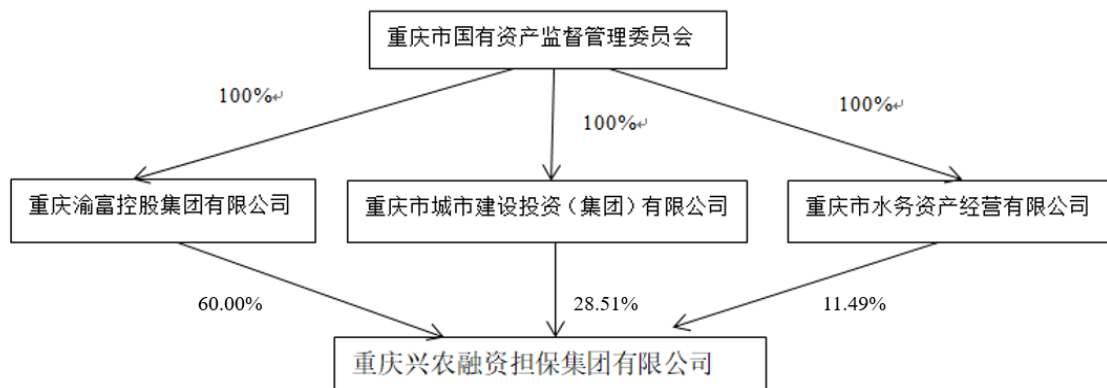
资料来源：公司提供

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本期债券的信用水平

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，保证的范围包括本期债券的本金及利息，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；保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图5 截至2020年末兴农担保股权结构


资料来源：兴农担保2020年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表10 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
合计	116,759.94	100.00%	104,574.85	100.00%	74,286.43	100.00%

资料来源：兴农担保2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表11 近年兴农担保主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85
营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，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能有效提升本期债券信用水平。

九、结论

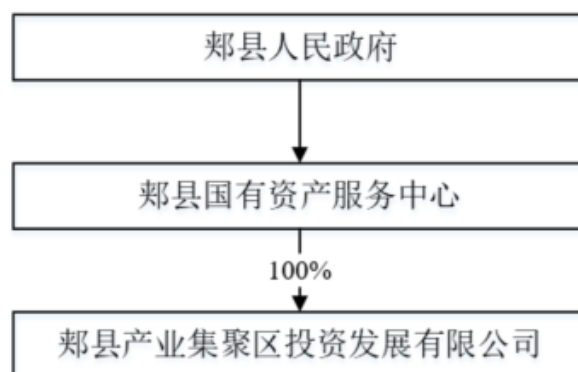
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据(单位: 亿元)	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.04	2.03	2.72
应收账款	14.24	13.75	12.25
存货	68.20	60.88	55.44
流动资产合计	99.58	84.29	76.83
非流动资产合计	7.97	6.03	6.09
资产总计	107.55	90.32	82.92
短期借款	3.88	3.09	0.90
应付账款	5.81	6.87	0.00
其他应付款	9.02	5.88	0.00
一年内到期的非流动负债	0.22	0.32	1.14
流动负债合计	21.66	17.36	15.97
长期借款	5.98	2.89	2.32
应付债券	5.72	0.00	0.00
非流动负债合计	11.70	2.89	2.32
负债合计	33.36	20.25	18.29
总债务	15.80	6.30	6.15
所有者权益	74.19	70.07	64.63
营业收入	5.05	5.87	5.70
营业利润	0.87	1.69	1.80
其他收益	0.65	0.85	1.00
利润总额	0.87	1.69	1.80
经营活动产生的现金流量净额	-5.71	-4.39	-0.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.53	-0.02	-1.66
筹资活动产生的现金流量净额	10.25	4.01	-0.22
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.95%	20.42%	18.70%
收现比	1.10	0.77	0.48
资产负债率	31.01%	22.42%	22.05%
现金短期债务比	1.72	0.60	0.71
EBITDA (亿元)	1.54	1.98	2.02
EBITDA 利息保障倍数	3.10	5.99	7.34

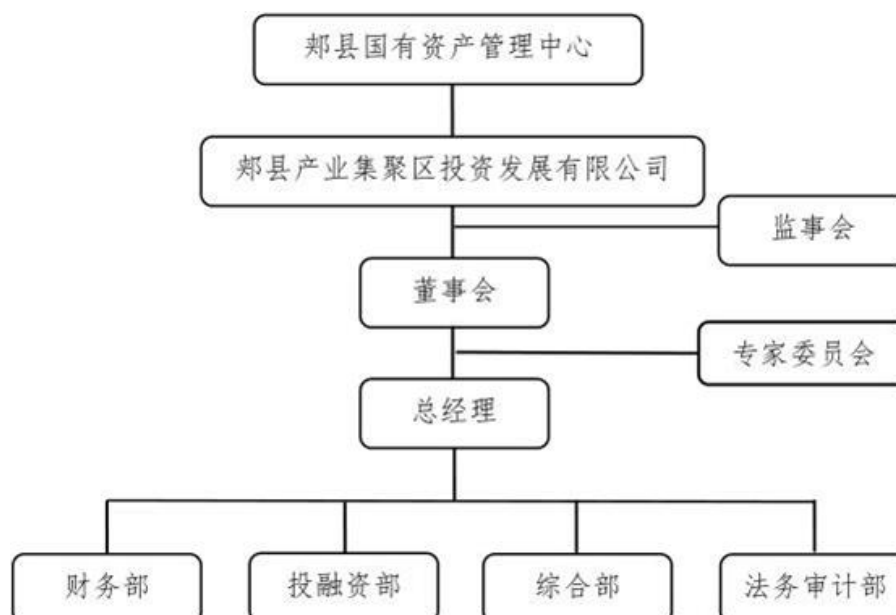
资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
平顶山市广润租赁有限公司	100.00%	租赁服务	新设取得
平顶山市广润沙石开采有限公司	100.00%	砂石开采、加工、销售	新设取得
平顶山市众诚劳务派遣有限公司	100.00%	劳务派遣	新设取得
平顶山市广润房地产开发有限公司	100.00%	房地产开发	新设取得
郟县众诚置业有限公司	100.00%	房地产开发	新设取得
郟县正大农牧发展有限公司	75.00%	畜牧服务	新设取得
郟县国信新能源产业基金有限公司	50.00%	股权投资	新设取得
郟县红牛产业发展投资有限公司	100.00%	商务服务	新设取得

资料来源：公司 2020 年审计报告，公开资料

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。