



# 2017年襄城县灵武城市开发建设有限公 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：





# 2017年襄城县灵武城市建设有限公司公司债券 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	AA+	AA+
评级日期	2021-06-30	2020-06-29

## 债券概况

**债券简称:** 17 襄城灵武债/PR 襄城债

**债券剩余规模:** 8 亿元

**债券到期日期:** 2024-11-10

**偿还方式:** 按年付息, 同时设置本金提前偿还条款, 在存续期第 3-7 年末分别按照发行总额的 20%偿还本金

**增信方式:** 保证担保

**担保主体:** 重庆进出口融资担保有限公司

## 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”) 对襄城县灵武城市建设有限公司(以下简称“襄城灵武”或“公司”)及其 2017 年 11 月 10 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2021 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。
- 上述等级的评定是考虑到公司外部环境较好, 为其发展提供了良好基础, 公司工程施工及安置房销售业务持续性较好, 获得的外部支持力度较大, 重庆进出口融资担保有限公司(以下简称“重庆进出口”)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金压力较大, 资产流动性较弱, 面临较大的短期偿债压力及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, 总投资规模较大, 预计公司业务持续性较好, 且公司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 年	2019 年	2018 年
总资产	130.37	111.25	107.53
所有者权益	82.48	67.85	66.77
总债务	33.27	36.19	36.67
资产负债率	36.73%	39.02%	37.90%
现金短期债务比	0.29	0.37	1.19
营业收入	13.31	8.35	7.10
其他收益	1.50	1.20	1.40
利润总额	1.84	1.61	1.71
销售毛利率	16.88%	25.89%	16.05%
EBITDA	3.20	2.92	2.27
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.53	1.37
经营活动现金流净额	0.26	-2.07	-5.62
收现比	0.73	0.75	0.92

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基础。**襄城县工业以煤炭、化工、机械等产业为主，工业经济持续发展。区域经济实力持续增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司工程施工收入及安置房销售业务持续性较好。**截至 2020 年末，公司在建代建项目和安置房项目投资规模较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020 年襄城县人民政府向公司注入资金和雨水、污水、供水管网等资产，并继续获得了政府补贴。
- **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，重庆进出口主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的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

- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司经营活动现金流净额规模较小，主要在建项目尚需投入较多资金。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地资产和工程施工为主，应收款项回收时间不确定，土地使用权和工程施工即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大短期偿债压力。**公司现金短期债务比较低且有所弱化，部分货币资金使用受限。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保对象主要为地方国企或公立学校，但担保余额较大，均未设置反担保措施，部分被列为关注类或不良类担保，存在较大的或有负债风险。

## 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2017年11月10日发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6亿元用于襄城县电子商务创新创业园项目，4亿元计划用于补充流动资金项目。截至2021年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为14.55万元。

## 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。2020年11月，公司股东发生变更。原股东为襄城县非税收入管理办公室、襄城县土地收购储备中心和襄城县第二水厂，分别持股88%、10%和2%，变更后股东为许昌市投资总公司和襄城县非税收入管理办公室，分别持股51%和49%。前者由许昌市财政局全资拥有。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为2.50亿元，许昌市投资总公司为公司控股股东，襄城县人民政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内公司合并范围子公司无变化。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共5家。2020年9月，公司经营范围发生变动，在原经营范围的基础上增加建材、有色金属（国家限制品种除外）、化工原料（不含危险品）的销售。

## 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

### 襄城县工业以煤炭、化工、机械等产业为主，经济保持增长

襄城县经济保持持续增长。2020年襄城县地区生产总值分别为463.9亿元，同比增长2.7%。其中，第一产业增加值43.0亿元，同比增长2.4%；第二产业增加值195.1亿元，同比增长4.6%；第三产业增加值225.8亿元，同比增长0.9%。三次产业结构由2019年的8.5:43.3:48.2调整为2018年的9.2:42.1:48.7。按常住人口计算，2020年襄城县人均GDP为66,700元，为全国人均GDP的92.07%。

襄城县工业以煤炭、化工、机械等产业为主，2020年增速有所下降。2020年襄城县工业增加值增速为4.5%，同比有所下降。规模以上工业增加值同比增长5.0%，在规模以上工业中，分行业看：全年煤炭开采和洗选业增加值同比增长35.2%，炼焦加工业增加值同比下降20.2%，农副食品加工业增加值同比增长117.1%，化学原料和化学制品制造业增加值同比增长7.3%，电气机械和器材制造业增加值同比增长21.1%，非金属矿物制品业增加值同比增长29.4%，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业增加值同比增长11.2%，医药制造业增加值同比下降29.1%。全年规模以上工业企业营业收入同比增长1.0%，营业成本同比增长6.5%，利润总额同比下降51.9%。

从拉动地区经济增长的要素来看，消费、投资均负增长。2020年襄城县全年全社会消费品零售总额完成107.3亿元，同比下降4.0%。全年全县固定资产投资同比下降5.3%。其中，第一产业投资增长564.7%，第二产业投资下降36.1%，第三产业投资增长18.7%。工业投资同比下降33.3%；基础设施投资同比下降2.1%；民间投资同比下降13.5%。房地产开发投资同比增长0.2%，商品房销售面积49.5万平方米，同比下降3.8%。

**表1 襄城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	463.9	2.7%	452.5	7.0%
第一产业增加值	43.0	2.4%	38.3	2.0%
第二产业增加值	195.1	4.6%	194	8.6%
第三产业增加值	225.8	0.9%	220.2	6.6%
工业增加值	166.7	4.5%	-	8.7%

固定资产投资	-	-5.3%	-	5.2%
社会消费品零售总额	107.3	-4.0%	75.2	10.5%
进出口总额	-	-	8.83	7.3%
存款余额	343.06	10.7%	309.9	7.6%
贷款余额	229.24	14.3%	200.6	3.4%
人均 GDP（元）		66,700		65,061
人均 GDP/全国人均 GDP		92.07%		92.18%

注：人均 GDP=GDP/常住人口计算

资料来源：2019-2020 年襄城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年襄城县实现公共财政收入21.46亿元，同比增长4.5%；实现政府性基金收入13.30亿元，同比下降22.2%。

## 五、经营与竞争

公司是襄城县重要的城市基础设施建设主体。2020年公司实现营业收入13.31亿元，同比增长59.41%，其中工程施工和安置房销售收入合计为11.34亿元，占营业收入的比重达85.20%；公司销售毛利率为16.88%，较上年大幅下降9.01个百分点，主要系安置房销售收入毛利率下降，以及毛利率低的工程施工收入占比提升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>12.26</b>	<b>12.74%</b>	<b>7.55</b>	<b>21.10%</b>
工程施工	7.21	15.80%	3.80	16.67%
安置房销售	4.13	10.30%	3.75	25.59%
商品贸易	0.90	0.01%	0.00	-
餐饮	0.02	-15.18%	0.00	-415.51%
<b>其他业务</b>	<b>1.05</b>	<b>65.17%</b>	<b>0.80</b>	<b>71.23%</b>
<b>合计</b>	<b>13.31</b>	<b>16.88%</b>	<b>8.35</b>	<b>25.89%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司工程施工收入增长，未来收入来源较有保障，但面临较大的资金压力

作为襄城县基础设施投融资及建设的重要主体，公司受襄城县人民政府的委托，承担着襄城县主要道路、水源工程、排水绿化等基础设施的建设任务，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司作为项目代建方，与襄城县人民政府签订《项目委托开发合作协议书》，襄城县人民政府将襄城县基础设施建设项目委托公司投资建设，公司再与具体的建设单位签订《工程建设委托协议书》，将项目委托给具体的建设单位建设。工程建设款的结算方式为按年结算，公司每年与襄城县人民政府及建设单位就共同确认的工程建设进度，结算当年相应的工程建设款。公司与具体的建设单位结算当年建设成本，建设成本由建设单位的前期费用、全部工程施工费用、设备及工器具购置费用和工程建设管理成本和其他费用等投入构成，襄城县人民政府按照公司与

建设单位确定的当期结算成本上浮一定比例，与公司结算当期工程建设款，公司据此确认工程施工收入。

2020年公司实现工程施工收入7.21亿元，增长89.73%，主要系前期完工的工程施工项目和出租项目在本期结算，使得相应收入增加所致；毛利率为15.80%，较为稳定，系工程施工结算收入按照结算成本加成一定比例所致。

截至2020年末，公司主要在建项目包括东区域中村改造项目、襄城县电子商务创新创业园项目和回民村安置房项目等。其中襄城县电子商务创新创业园项目为本期债券募投项目，项目分南、北两个地块，总投资14.24亿元，截至2020年末已投资12.45亿元。

截至2020年末，公司主要在建项目合计总投资98.48亿元，已完成投资51.94亿元，尚需投资46.54亿元，公司面临较大的资金压力。其中，代建项目为“76511”工程和东区域中村改造项目，合计总投资59.39亿元，已投资29.47亿元，公司在建代建项目投资规模较大，未来工程施工收入仍较有保障。

**表3 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资额	已投资额	自建/代建
“76511”工程	45.80	18.87	代建
东区域中村改造项目	13.59	10.60	代建
<b>代建项目小计</b>	<b>59.39</b>	<b>29.47</b>	-
襄城县电子商务创新创业园	14.24	12.45	自建
回民村安置房项目	14.00	2.49	自建
三里沟安置房项目	6.73	3.65	自建
烟城路西延（中段）安置房项目	2.28	2.32	自建
大食堂建设项目	0.72	0.54	自建
常庄农贸市场改造提升建设项目	1.12	1.02	自建
<b>自建项目小计</b>	<b>39.09</b>	<b>22.47</b>	-
<b>总计</b>	<b>98.48</b>	<b>51.94</b>	-

资料来源：公司提供

#### 公司安置房销售收入有所增长，未来收入持续性较有保障

公司名下存量安置房由襄城县住房和城乡建设局（以下简称“襄城县住建局”）代表县政府统一购买，再由襄城县住建局对群众进行安置。考虑到建设成本、商住市场价格以及民生保障等因素，公司与襄城县住建局双方确定销售价格并签署协议，公司将房产交付襄城县住建局后结转成本确认收入。2020年公司实现安置房销售收入4.13亿元，毛利率为10.30%。截至2020年末，公司主要在建安置房项目为回民安置房项目、三里沟安置房项目、烟城路西延（中段）安置房项目等，总投资合计23.01亿元，已投资合计8.46亿元，公司未来安置房销售收入持续性较有保障。

随着自建项目投入使用，公司房屋出租收入大幅增长，毛利率较高；公司新增商品贸易业务，但盈利能力较弱

公司其他业务收入主要为出租收入。公司用于出租的房屋主要源于政府注入及自建。2018年及以前，

公司房屋租赁收入为襄城县政府注入公司的公租房、廉租房及综合楼的租金收入。2019年公司自建项目襄城县电子商务创新创业园2#楼及襄城县文博中心部分区域投入使用，开始产生租金收入。2020年公司实现出租收入1.05亿元，同比增长32.61%，毛利率为65.15%。2020年公司新增商品贸易收入0.90亿元，主要为铝锭和乙二醇贸易收入，毛利率仅0.01%。

### 公司获得的外部支持力度较大

2020年1月，襄城县人民政府向公司拨付4.23亿元；2020年9月，襄城县人民政府向公司注入雨水、污水、供水管网等资产，评估价值共计约9.8亿元。以上两项增加公司资本公积。

2020年公司获得政府补贴1.50亿元，提高了公司利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务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2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围未发生变化。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所增长，以应收款项、土地资产和工程施工为主，资产流动性相对较弱**

2020年末公司资产规模为130.37亿元，同比增长17.19%。其中流动资产占比为75.56%。

2020年末公司货币资金为0.99亿元，其中0.61亿元其他货币资金作为信用证保证金使用受限。2020年末公司应收账款为10.43亿元，同比增长69.87%，主要系襄城县财政局所欠工程款和租赁款增加所致。公司应收账款账龄均在1年以内，主要为应收襄城县住房和城乡建设局安置房项目款项和襄城县财政局工程施工款，二者合计占应收账款的98.45%。公司其他应收款主要为应收往来款，2020年末账面价值为19.41亿元，同比减少38.22%，已计提坏账准备2.36亿元，主要应收对象为襄城县财政局、襄城县紫云建设投资有限公司、襄城县土地收购储备中心、河南诺鑫房地产开发有限公司和襄城县利峰房地产开发有限公司（以下简称“利峰房地产”）等，应收对象前五名合计占比82.80%。2020年末公司应收款项合计29.84亿元，占总资产的22.89%，未来回款时间具有一定的不确定性，部分欠款单位为民营企业，利峰房地产已被列为失信被执行人，存在较大资金回收风险。

公司存货主要为土地使用权和工程施工，2020年末为66.03亿元，同比增长12.12%，占总资产的比重达50.65%，其中工程施工为29.81亿元，土地使用权为36.20亿元。工程施工主要为76511工程、东区域中村改造项目和三里沟安置房项目等项目的投资。土地使用权大多数为政府作价出资，土地类型大多数为商住用地或居住用地，其中已抵押土地账面价值合计16.49亿元。

2020年末公司投资性房地产（按成本计量）为7.27亿元，变化不大，在建工程为3.12亿元，同比增加32.37%，主要系常庄农贸市场改造提升建设项目投资所致。2020年公司固定资产为11.67亿元，较上年大幅增长，主要系2020年9月襄城县人民政府向公司注入雨水、污水、供水管网等资产所致。2020年末公司其他非流动资产6.70亿元，均为预付土地指标款。

截至2020年末公司受限资产账面价值17.10亿元，占年末总资产的13.12%，主要为存货中的土地使用权。

总体来看，公司资产规模有所增长，主要由应收款项、土地资产及工程施工构成，应收款项回收时间不确定，土地使用权和工程施工即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱。

**表4 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	0.99	0.76%	0.46	0.41%
应收账款	10.43	8.00%	6.14	5.52%
其他应收款	19.41	14.89%	31.42	28.24%
存货	66.03	50.65%	58.89	52.93%
<b>流动资产合计</b>	<b>98.51</b>	<b>75.56%</b>	<b>98.56</b>	<b>88.59%</b>
投资性房地产	7.27	5.58%	7.52	6.76%
固定资产	11.67	8.95%	0.00	0.00%
在建工程	4.13	3.17%	3.12	2.81%
其他非流动资产	6.70	5.14%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>31.86</b>	<b>24.44%</b>	<b>12.69</b>	<b>11.41%</b>
<b>资产总计</b>	<b>130.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>111.25</b>	<b>100.00%</b>

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

### 公司营业收入大幅增长，利润对政府补贴较为依赖

2020年公司实现营业收入13.31亿元，同比增长59.41%，主要系工程施工收入大幅增长所致。其中工程施工和安置房销售收入合计为11.34亿元，占营业收入的比重达85.20%。2020年销售毛利率为16.88%，较上年大幅下降9.01个百分点，主要系安置房销售收入毛利率下降，以及毛利率低的工程施工收入占比提升所致。2019-2020年公司收现比为0.75和0.73，表现较弱，导致公司应收账款持续增加。

公司财务费用较高，2020年为1.14亿元，较上年进一步增长。公司资产减值较高，2019-2020年分别为0.61亿元和0.64亿元，均为坏账损失。2020年公司营业利润为1.85亿元，同比增长7.92%，主要系其他收益增加所致。

2019-2020年公司分别获得政府补贴款1.20亿元和1.50亿元，占利润总额的74.61%和81.39%，利润对政府补贴较为依赖。

**表5 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
----	-------	-------

营业收入	13.31	8.35
收现比	0.73	0.75
营业利润	1.85	1.71
其他收益	1.50	1.20
利润总额	1.84	1.61
销售毛利率	16.88%	25.89%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

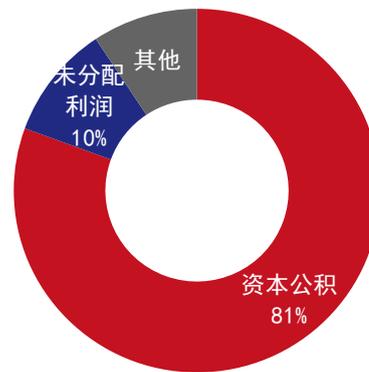
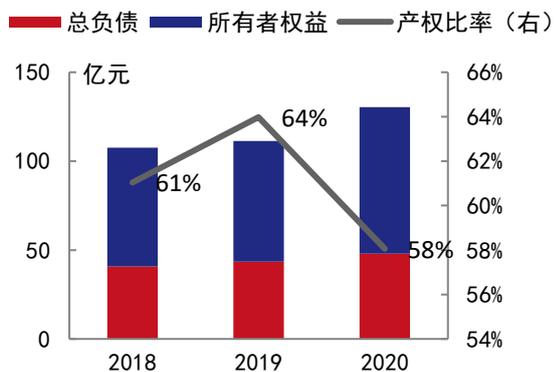
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模较大，面临较大短期债务压力

2020年末公司总负债为47.89亿元，较上年末增长10.32%；所有者权益为82.48亿元，较上年末增长21.57%，主要系政府注入资产和资金所致。2020年末产权比率为58.06%，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

2020年末公司其他应付款为11.81亿元，同比增长121.99%，主要为应付各单位的往来款，应付对象前五名金额合计占比69.42%，其中应付许昌市投资总公司的欠款占比35.27%，应付襄城县豫资城乡建设发展有限公司的欠款占比17.25%。

2020年末公司长期借款为7.92亿元，同比增长37.26%，均为抵押借款和保证借款。公司应付债券为本期债券。公司长期应付款主要为棚改项目往来单位借款和融资租赁款等，2020年末为16.13亿元，同比减少19.87%，占负债总额的比重达33.69%。加上一年内到期的部分后的长期应付款为16.86亿元，主要包括应付中原豫资投资控股集团有限公司借款5.10亿元、应付河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司借款3.68亿元、应付建信资本管理有限公司借款3.43亿元以及应付融资租赁款4.64亿元。

表6 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	0.58	1.21%	0.60	1.38%
其他应付款	11.81	24.66%	5.32	12.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>18.08</b>	<b>37.76%</b>	<b>7.82</b>	<b>18.01%</b>

长期借款	7.92	16.54%	5.77	13.30%
应付债券	5.75	12.01%	9.69	22.32%
长期应付款	16.13	33.69%	20.13	46.37%
<b>非流动负债合计</b>	<b>29.81</b>	<b>62.24%</b>	<b>35.59</b>	<b>81.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>47.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.41</b>	<b>100.00%</b>

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33.27亿元，占负债总额的69.47%，公司债务规模较大；短期债务3.46亿元，占比10.41%，债务期限结构尚可。

图3 公司债务占负债比重

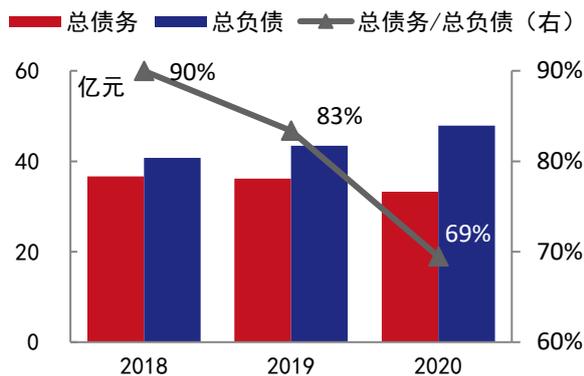
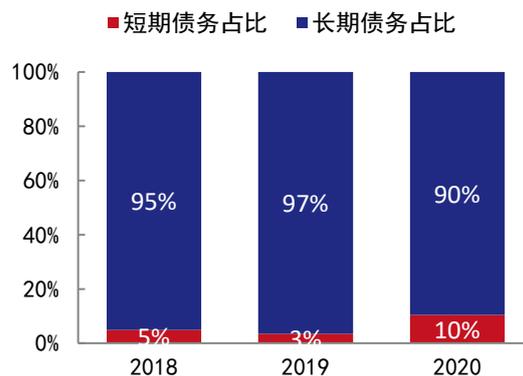


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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36.73%，总体负债水平不高。2020年末公司现金短期债务比降至0.29，现金对短期债务的保障程度较差。2020年公司EBITDA保障倍数为1.04，较上年有所下降。

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20.25亿元，尚未使用的授信额度为3.83亿元，融资弹性较弱。

表7 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	36.73%	39.02%
现金短期债务比	0.29	0.37
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.53

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，截至报告查询日（2021年5月19日），公司存在关注类借款1.53亿元。根据中国农业银行股份有限公司襄城县支行出具的说明，该笔借款被列为关注类借款主要系银行内

部管理要求所致。

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19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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额合计14.30亿元，占年末所有者权益的17.33%，被担保对象为国企和公立学校，均未设置反担保。其中对襄城县国有资产监督管理局下属企业襄城县裕达开发投资有限责任公司的担保余额为6.84亿元。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2021年5月19日），公司本部有关注类担保余额25,631.90万元，不良类担保余额1,293.67万元。根据公司提供的说明，不良类担保被担保方为河南省襄城高中；关注类担保被担保方为襄城县裕达开发投资有限责任公司和河南省襄城高中。总体来看，公司存在较大的或有负债风险。

**表8 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保人	担保余额	是否设置反担保
河南省襄城高中	4,960.00	否
河南省实验高级中学	2,998.81	否
河南省襄城高中	2,478.67	否
河南省襄城高中	4,900.00	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	4,094.00	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	16,840.90	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	15,800.00	否
襄城县紫云建设投资有限公司	20,000.00	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	31,700.00	否
襄城县紫云建设投资有限公司	19,127.06	否
河南硅都新材料科技有限公司	15,000.00	否
河南省襄城高中	5,052.66	否
<b>合计</b>	<b>142,952.10</b>	-

资料来源：公司提供

## 八、本期债券偿还保障分析

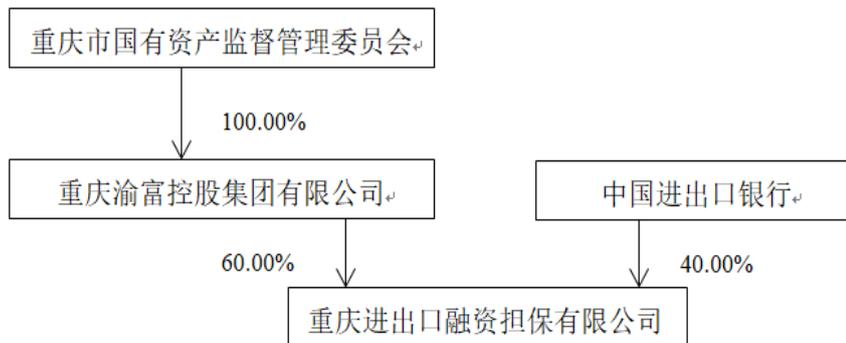
### 重庆进出口提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由重庆进出口提供不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证范围包括本期债券本金及利息，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；重庆进出口承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）由重庆渝富资产管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团

和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图5 截至2020年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入45,379.63万元、56,106.89万元和69,436.56万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表9 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%
其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
<b>合计</b>	<b>69,436.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>56,106.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>45,379.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：重庆进出口2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口资产总额为636,020.22万元，所有者权益合计为383,731.71万元；2020年度，重庆进出口实现营业总收入69,436.56万元，利润总额24,046.06万元。

表10 近年重庆进出口主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99

净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，其提供的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安全性。

## 九、结论

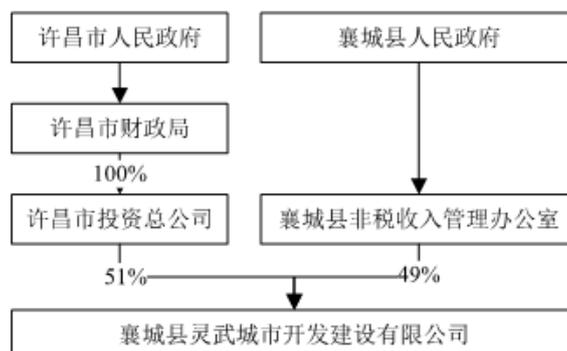
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 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	0.99	0.46	2.14
其他应收款	19.41	31.42	22.96
存货	66.03	58.89	66.13
流动资产合计	98.51	98.56	95.64
非流动资产合计	31.86	12.69	11.89
资产总计	130.37	111.25	107.53
短期借款	0.58	0.60	0.30
其他应付款	11.81	5.32	2.88
一年内到期的非流动负债	2.88	0.00	0.00
流动负债合计	18.08	7.82	5.88
长期借款	7.92	5.77	6.88
应付债券	5.75	9.69	9.62
长期应付款	16.13	20.13	18.38
非流动负债合计	29.81	35.59	34.87
负债合计	47.89	43.41	40.76
总债务	33.27	36.19	36.67
所有者权益	82.48	67.85	66.77
营业收入	13.31	8.35	7.10
营业利润	1.85	1.71	1.73
其他收益	1.50	1.20	1.40
利润总额	1.84	1.61	1.71
经营活动产生的现金流量净额	0.26	-2.07	-5.62
投资活动产生的现金流量净额	-2.68	-0.93	-2.86
筹资活动产生的现金流量净额	2.34	2.82	1.00
<b>财务指标</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	16.88%	25.89%	16.05%
收现比	0.73	0.75	0.92
资产负债率	36.73%	39.02%	37.90%
现金短期债务比	0.29	0.37	1.19
EBITDA（亿元）	3.20	2.92	2.27
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.53	1.37

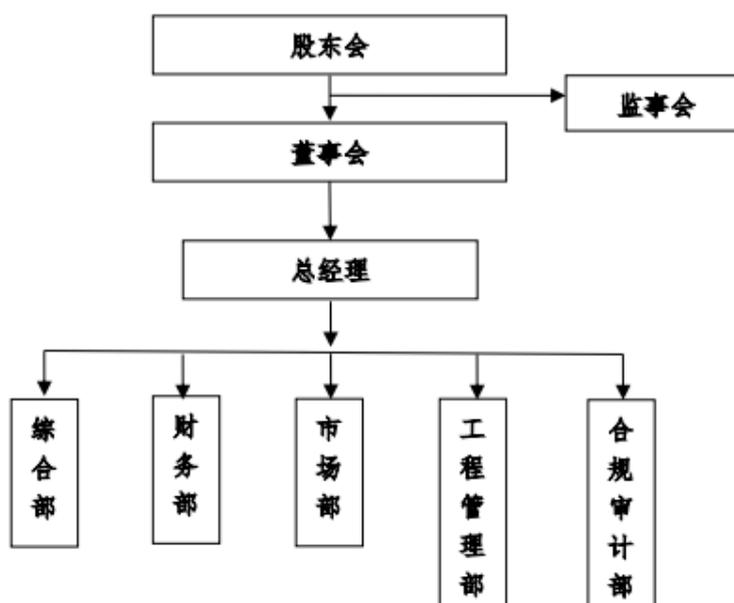
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



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 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录五 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。