



2019年大悟县城市建设投资开发有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年大悟县城市建设投资开发有限责任公司 城市地下综合管廊建设专项债券2022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 大悟城投债/19 大悟债	AAA	AAA

评级日期

2022年6月27日

联系方式

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：陈晓薇
chenxw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持大悟县城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“大悟城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“19 大悟城投债/19 大悟债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司业务持续性仍然较好，继续得到外部支持，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安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的建设资金压力、偿债压力和或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。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	2021	2020	2019
总资产	66.91	56.80	57.90
所有者权益	34.40	33.70	33.03
总债务	16.78	15.53	19.32
资产负债率	48.58%	40.67%	42.96%
现金短期债务比	0.05	1.23	14.41
营业收入	3.01	2.50	2.69
其他收益	0.50	0.50	0.54
利润总额	0.71	0.72	0.68
销售毛利率	13.71%	13.08%	10.93%
EBITDA	0.77	0.75	0.72
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62	1.19
经营活动现金流净额	0.57	-1.41	-4.39
收现比	0.99	1.08	0.40

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司工程建设业务持续性较好。**公司是大悟县重要的基础设施建设和投融资主体，截至 2021 年末公司主要在建项目总投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续获得外部支持。**2021 年公司获得政府补贴 0.50 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **担保方提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用级别为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末公司应收款项占资产总额的比重较大、账龄较长，回收时间存在较大不确定性，对营运资金占用较大；公司存货以拟开发土地、工程建设成本为主，部分土地已经抵押。
- **公司面临一定的建设资金压力。**截至 2021 年末公司主要在建项目尚需较大投入，随着在建项目持续推进，公司面临一定的建设资金压力。
- **公司存在一定偿债压力。**2021 年末公司总债务规模较大，短期债务占比有所提升，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数偏低。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额为 1.80 亿元，且未设置反担保措施。

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

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
业务状况	区域风险状况	最高	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	1		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	7
	公共财政收入	1		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		相当弱	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					a-
调整因素		补充调整	调整幅度		1



独立信用状况	a
外部特殊支持调整	2
公司主体信用等级	AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-6-22	蒋晗、刘惠琼	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	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2019-5-30	刘诗华、董斌	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	阅读全文

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大悟城投债/19大悟债	8.50	8.50	2021-6-22	2026-9-20

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9月发行7年期8.50亿元城市地下综合管廊建设专项债券，募集资金计划7.00亿元用于大悟县高铁生态新区地下综合管廊建设项目，1.50亿元用于补充营运资金。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为38.12万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本为5.09亿元、实收资本为4.50亿元。其中，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投资款0.59亿元计入长期应付款，根据国开基金、大悟县人民政府国有资产监督管理局（以下简称“大悟国资”）以及公司三方签订的两项投资协议，大悟国资自2019年10月15日起分期回购国开基金持有的公司股权，截至2021年末，大悟国资已完成国开基金对公司938.00万元出资额的回购，对应持股比例为1.93%，前述股权回购事宜已办妥工商登记变更。根据公开资料，截至2022年5月末，大悟国资、国开基金分别持有公司90.25%、9.75%的股权，公司控股股东仍为大悟国资，实际控制人仍为大悟县人民政府。

根据公司2022年2月股东会决议，公司免去魏辉、魏刚的董事职务，并新任命黄显芳、李志华为公司董事，其中黄显芳任董事长，公司法定代表人由魏辉变更为李志华。

跟踪期内，公司仍主要从事大悟县城市基础设施建设业务及土地整理开发业务。2021年公司纳入合并报表的子公司增加3家（如表1所示），无不再纳入合并范围的子公司。截至2021年末，公司纳入财务报表合并范围的子公司共8家，如附录四所示。

表1 2021年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
大悟县城投悟安物业有限责任公司	100%	0.02	物业管理	投资设立
湖北拉拉斯建筑工程有限公司	100%	0.10	房屋建筑	投资设立
大悟县润嘉土地整理有限公司	100%	1.00	土地整治服务	投资设立

资料来源：公司2021年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

大悟县风能资源丰富，农产品加工、金属材料、新能源、印刷包装等支柱发展较好，但经济体量较小，发展水平及财政自给率均偏低

区位特征：大悟县地处山地，风能资源丰富。大悟县是湖北省孝感市下辖县，位于湖北省东北部，地处大别山西端南麓，全县国土面积1,986平方公里，下辖湖北大悟经济开发区、大悟县高铁经济试验区、悟峰山度假区3个功能区和17个乡镇。京广高铁在大悟县设立地级中间站（孝感北站），京港澳高速、麻竹高速、武大高速、346国道穿越县境。大悟县是全国著名的革命老区和十大将军县之一，有“新四军第五师司令部旧址”等革命遗址111处，“中原军区旧址”是全国4A旅游景区，年均接待游客300万人次以上。大悟县资源较为丰富，风能储量达100万千瓦，2006年被湖北省发改委纳入全省风场开发重点县，林业资源多样，乌桕、板栗年产量分别位居全国第一、全省第二，获评名茶之乡、全国油茶重点县等。根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，大悟县常住人口48.62万人，较2010年第六次全国人口普查结果减少21.03%。

经济发展水平：大悟县经济体量偏小，经济发展水平整体较低。2020年新冠疫情对大悟县经济发展造成一定冲击，当年GDP同比下降8.2%。大悟县经济结构以第三产业为主，第二产业占比较低。2020年4月大悟县正式退出“国家级贫困县”，2019-2020年大悟县人均GDP占同期全国人均GDP的比重均低于50%，发展水平较低。

表2 2021年孝感市下辖各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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
汉川市	753.00	14.8%	83,361	25.6	-
应城市	433.50	12.9%	90,958	15.46	11.8
孝南区	356.91	12.9%	36,107	21.00	21.17
安陆市	-	-	-	11.60	16.20
云梦县	-	-	-	12.72	3.75
大悟县	-	-	-	-	-
孝昌县	171.70	17.5%	35,856	10.53	-

注：1、“-”表示数据未公布；

2、孝昌县人均GDP来自孝昌县政府网站，其余以各区县第七次全国人口普查统计的常住人口计算，孝南区常住人口含孝感市高新区、孝感市临空经济区。

资料来源：各区县政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 大悟县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	-	171.34	-8.2%	182.76	7.1%
固定资产投资	-	-	-	-22.0%	-	11.8%
社会消费品零售总额	-	-	93.75	-22.5%	116.60	12.3%
人均 GDP（元）	-	-	-	35,244	-	29,270
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	-	48.65%	-	41.29%

注：2020年人均GDP以第七次全国人口普查统计的常住人口计算；

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

产业情况：大悟县以农产品加工、金属材料、新能源、印刷包装为支柱产业，近年招商引资多家**核心企业**。近年大悟县以正邦集团为核心，不断壮大农产品深加工产业，生猪年出栏达30万头，生猪产业年产值达20亿元以上，2021年农产品深加工产值达到45.5亿元。大悟县有“华中风电之都”之称，中广核、中电投、兴新能源等企业在在大悟开拓风电、光伏新能源，风电、光伏等新能源装机规模位居华中县级区域第一，风电光伏年发电量达17亿度。同时以皓润新材料与宝武欧冶链金战略重组为契机，延伸金属材料产业链，引进特缆铜业、振润铝材等项目，首通电磁线、裕虹科技、巴利德、中弘手机等企业集聚发展，金属电子产业年产值突破20亿元。此外，大悟县以京华彩印、广桦包装等为龙头的印刷包装企业生产经营稳定向好。

发展机遇及规划：根据《大悟县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，大悟将充分利用大别山革命老区振兴发展深入推进的政策红利，大力发展生态旅游、农副产品加工、金属电子、印刷包装、绿色能源、生态环保、数据信息等支柱产业，加快形成大别山绿色产业高质量发展带，建成大别山革命老区经济强县。

财政及债务水平：2020年大悟县财政收入受新冠疫情冲击较大，2021年以来呈快速恢复态势，2021年1-6月实现一般公共预算收入6.77亿元。大悟县税收收入以增值税、城市维护建设税和企业所得税为主，税收收入占比连续三年70%以上[资料来源于2021年11月大悟县人民政府《政府工作报告》。]，但财政自给率较低，且近年地方政府债务余额逐年上升。

表4 大悟县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年 1-6月	2020年	2019年
一般公共预算收入	6.77	8.14	11.27
税收收入占比	-	73.24%	-
财政自给率	30.91%	16.57%	26.46%
政府性基金收入	0.64	4.15	3.62
地方政府债务余额	48.19	45.91	41.56

注：1、财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。2、2019年地方政府债务余额截至时间为2019年10月30日，2021年1-6月地方政府债务余额截至时间为2021年末。

资料来源：2019-2020年大悟县国民经济和社会发展统计公报、大悟县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，公司系大悟县唯一发债平台。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事大悟县城市基础设施建设业务及土地整理开发业务，2021年公司实现营业收入3.01亿元，同比有所增长，主要系当年工程建设业务收入规模增长较快所致；2021年因疫情当地政府要求公司关停采砂点作业较长时间，导致当年砂石销售收入同比下降较多。毛利率方面，2021年公司销售毛利率为13.71%，较上年小幅提升，主要系当年工程建设业务利润加成比例有所提升所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	2.67	12.74%	1.61	10.43%
砂石销售收入	0.34	21.30%	0.89	17.89%
租金、物业收入（万元）	12.83	12.68%	--	--
合计	3.01	13.71%	2.50	13.08%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目较多，预计业务持续性较好，但在建项目投资金额较大，存在一定的建设资金压力

公司是大悟县重要的投融资和建设主体，承担大悟县全县的基础设施建设任务。公司按年度与大悟县人民政府签订《基础设施建设管理协议》（以下简称“协议”），协议约定公司作为工程项目投资方负责工程项目的投融资工作，大悟县人民政府承担对承建项目建设的偿付义务，公司项目投资回报率为工程实际造价的15%，在项目工程竣工验收合格后，大悟县人民政府根据大悟县财政局审计的工程竣工决算资料，按审定的工程实际造价加约定的投资回报向公司支付工程建设款。截至2022年4月末，公司未与大悟县人民政府完成2020-2022年度的协议签订。

根据大悟县财政局出具的“悟财函[2021]126号”文件，公司2021年确认代建工程建设营业成本1.94亿元，确认营业收入2.23亿元，代建业务收入主要来源于异地扶贫搬迁专项工程、吕王镇乡村振兴项目等项目。截至2021年末，公司存货项下仍有17.56亿元工程建设新项目开发成本，未来随着项目移交进度不断推进，公司工程建设业务持续性仍较好。

截至2021年末，公司主要在建工程预计总投资22.92亿元，大部分项目已与政府签订《基础设施建设管理协议》，未来业务可持续性较好，但主要在建项目后续预计需投入规模较大，公司面临一定的建设资金压力。本期债券募投项目为大悟县高铁生态新区地下综合管廊建设项目，受当地政府规划调整影响，项目建设进度不及预期。

表6 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
徐家湾项目部	110,000.00	530.58	是
易地扶贫搬迁专项-工程	112,200.00	67,393.08	是
四姑财政所-工程	2,300.00	550.00	是
教育局-工程	1,800.00	40.00	是
津楚化工厂	800.00	73.16	是
五峰山度假村财政所-工程	500.00	177.00	是
东新财政所-工程	500.00	252.00	是
刘集镇雪灾救助	500.00	185.00	是
大新财政所-工程	320.00	191.60	是
科协-工程	300.00	15.00	是
合计	229,220.00	69,407.42	-

资料来源：公司提供

近两年公司未实现土地整理收入，该业务受政府政策和土地市场波动影响较大，存在不确定性

公司经大悟县人民政府授权在大悟县从事土地整理开发业务。根据公司与大悟县人民政府于2013年签订的《委托整理经营协议》，大悟县人民政府将大悟县所辖范围内土地收储、整理、前期开发等相关业务委托给公司经营，委托期限为2014年1月1日起至2024年12月31日止，上述协议还规定公司承担为实

施土地收储、整理、前期开发等工作发生的成本和费用，大悟县人民政府将公司整理开发土地出让收入的60%支付予公司，用于土地整理开发款项。

公司土地整理业务均为委托建设并按照政府的统一规划执行，受政府政策和土地交易市场行情等因素影响，2020-2021年公司均未实现土地整理收入。2021年公司存货项下新增土地整理项目开发成本389.68万元，截至2021年末，公司存货项目中已投资待结算土地整理项目规模为8.41亿元，未来仍可实现一定规模的土地整理收入，但该业务易受政府政策和土地市场景气程度影响，未来收益仍存在一定的不确定性。

2021年受疫情影响，公司砂石销售业务规模有所下降

公司砂石销售业务由子公司湖北悟嘉地材有限公司（以下简称“悟嘉地材”）负责运营，2021年公司主要经营包括大新采砂点、芳畈采砂点等河砂采砂点。2021年公司实现砂石销售收入0.34亿元，同比大幅下降61.80%，主要系受疫情影响当地政府要求公司关停采砂场多个月所致。截至2021年末公司尚未办妥大新采砂点等采砂点的砂石开采许可证，亦未明确剩余可开采储量等相关信息，未来该项业务能否持续带来一定规模收入存在不确定性。

公司获得一定规模政府补贴，有效提升了公司的利润水平

根据大悟县财政局出具的“悟财函[2021]125号”文件，当地政府给予公司0.50亿元政府补贴，占当期利润总额的70.02%，有效提升了公司的利润水平。

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，公司审计报告均按新会计准则编制。2021年公司新增3家纳入合并范围的子公司（详见表1），无不再纳入合并范围的子公司，截至2021年末公司报表合并范围子公司共计8家，如附录四所示。

资产结构与质量

2021年末公司资产仍以存货及应收款项为主，存货变现能力较弱，应收款项回款时间不确定，整体资产流动性较弱

2021年公司资产规模有所增长，资产结构以流动性资产为主，其中应收款项、项目开发成本和土地资产占比较大。

截至2021年末，公司货币资金中无受限资金。

公司应收款项规模大，账龄较长，回款时间不确定，对营运资金占用较大，且对民企应收款存在一定坏账风险。2021年末公司应收账款主要为应收大悟县财政局14.21亿元工程结算款，其中账龄2年以上的应收账款余额占比61.75%；同期其他应收款包括公司与大悟县财政局的往来款4.72亿元、与当地国企湖北悟鑫投资有限公司的往来款3.26亿元、与当地国企大悟县城投房地产开发有限责任公司的往来款1.29亿元等。公司对当地政府部门或国企的应收款项账龄较长，回款时间受当地政府财政资金规划安排影响具有不确定性。此外，公司与民营企业湖北中建源谊项目管理有限公司大悟分公司的往来款0.56亿元，账龄在1-3年期间，账龄较长，存在一定的坏账风险。

截至2021年末，公司存货包括17.56亿元工程建设项目开发成本、8.41亿元土地整理经营成本，以及10.49亿元拟开发土地；公司拟开发土地共包括26宗土地使用权，土地主要为出让性质的商业及住宅用地，其中7宗账面合计3.71亿元的土地已经抵押，系对本期债券提供的反担保抵押，抵押权人为本期债券担保方兴农担保。公司存货项下工程建设项目流动性受建设周期及回款进度影响，土地经营整理项目和土地资产价值受政府政策和土地市场波动影响较大，且土地资产集中变现较为困难，流动性较弱。

2021年末，公司其他非流动资产为公司购买的原大悟县农村信用联社的债权打包资产，该等债权收益实现方式尚不明确。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.13	0.20%	0.62	1.09%
应收账款	14.14	21.13%	13.94	24.55%
其他应收款（合计）	13.51	20.20%	4.05	7.12%
存货	36.46	54.50%	35.91	63.22%
流动资产合计	64.44	96.31%	54.55	96.03%
其他非流动资产	1.37	2.04%	1.37	2.41%
非流动资产合计	2.47	3.69%	2.25	3.97%
资产总计	66.91	100.00%	56.80	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司收入规模有所增长，政府补助仍是公司利润的重要来源

2021年公司实现营业收入3.01亿元，同比有所增长，主要系当年工程建设业务收入规模较大所致，因疫情导致采砂点停业时间较长影响，2021年砂石销售业务规模有所下降。2021年公司工程建设业务成本加成比例有所提升，带动当年销售毛利小幅提升。截至2021年末，公司主要在建工程计划总投资规模较大，且大部分项目已与政府签订《基础设施建设管理协议》，已投资待结算土地整理项目规模合计8.41亿元，公司未来业务收入持续性仍较好。2021年公司收现比为0.99，主业收现能力表现尚可。

2021年公司获得政府补贴0.50亿元，占当期利润总额的70.02%，政府补助仍是公司利润的重要来源。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	0.99	1.08
营业收入	3.01	2.50
营业利润	0.68	0.69
其他收益	0.50	0.50
利润总额	0.71	0.72
销售毛利率	13.71%	13.08%

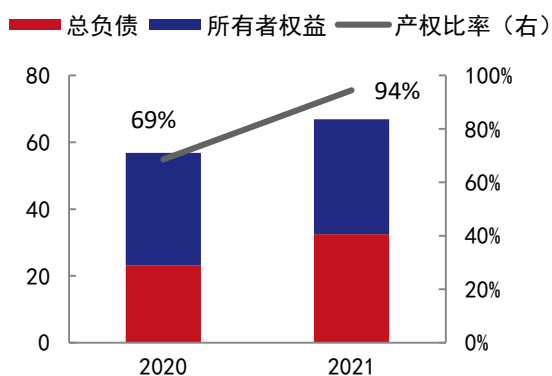
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，存在一定偿债压力

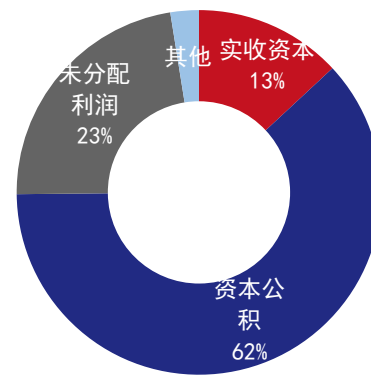
受往来款规模增长影响，2021年末公司负债总额增长至32.50亿元；而受益于经营积累，2021年末公司净资产规模小幅增长至34.40亿元；综合影响下公司产权比例同比上升至94%，所有者权益对负债的保障程度同比有所下降。

图 1 公司资本结构（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司负债总额同比有所增长，负债结构中流动负债同比大幅提升，负债以往来款、应付债券及银行借款为主。

截至2021年末，公司其他应付款主要包括公司与当地国企湖北悟鑫投资有限公司的往来款5.67亿元、与湖北孝感北站开发管理有限公司的往来款4.76亿元、以及与湖北佳兴控股集团公司的往来款1亿元等。同期一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款0.49亿元及一年内到期的长期应付款0.32亿元。

截至2021年末，公司长期借款（包含一年内到期部分）包括1.62亿元保证借款、1.60亿元质押保证借款以及1.50亿元质押借款，担保方为公司子公司或大悟当地国企，质押物为公司的应收账款；同期应

付债券均为本期债券未偿余额。

截至2021年末，长期应付款（包含一年内到期部分）包括公司向湖北省扶贫投资开发有限公司的2.27元有息借款、0.61亿元应付融资租赁款，以及由大悟国资局负责回购的国开发展基金有限公司0.50亿元明股实债资金。

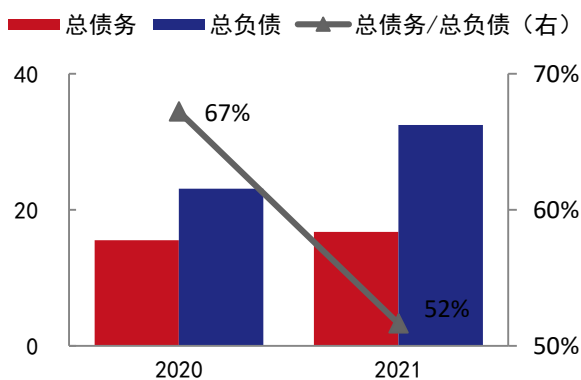
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	13.02	40.06%	4.75	20.55%
流动负债合计	16.29	50.11%	7.58	32.81%
长期借款	4.22	13.00%	4.06	17.59%
应付债券	8.93	27.47%	8.69	37.61%
长期应付款（合计）	3.06	9.42%	2.77	11.99%
非流动负债合计	16.22	49.89%	15.52	67.19%
负债合计	32.50	100.00%	23.10	100.00%
总债务	16.78	51.63%	15.53	67.27%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

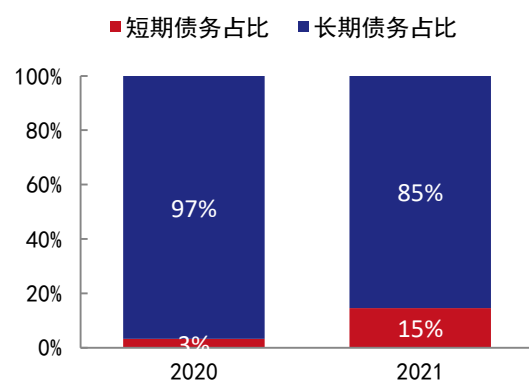
截至2021年末，公司总债务规模为16.78亿元，以长期债务为主，其中2022年本期债券需提前还本1.70亿元，短期债务占比有所提升，公司存在一定偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 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 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021 年末公司资产负债率为 48.58%，较上年有所提升，整体负债率水平尚可。截至 2021 年末公司现金类资产规模很小，总债务规模较大，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数均表现不佳，存在一定偿债压力。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	48.58%	40.67%
现金短期债务比	0.05	1.23
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月10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

公司对外担保存在一定的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保金额为1.80亿元，占同期末净资产比为5.23%，被担保方大悟县交通投资有限责任公司为国有企业，控股股东为大悟国资，公司对外担保未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表11 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
大悟县交通投资有限责任公司	1.80	2038.05	否

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

大悟县是著名革命老区，交通较为便捷，农产品加工、金属材料、新能源、印刷包装等支柱发展较好，公司是大悟县重要的基础设施建设和投融资主体，截至2021年末公司主要在建项目总投资规模较大，业务持续性较好，且2021年公司继续获得政府补贴。但中证鹏元注意到，公司资产流动性较弱，截至2021年末主要在建项目尚需投入规模较大，面临一定的建设资金压力；总债务规模较大且短期债务占比同比有所提升，存在一定的偿债压力，此外公司存在一定或有负债风险。

综上，从区域环境、经营竞争力及偿债能力等方面综合考虑，公司的抗风险能力良好。

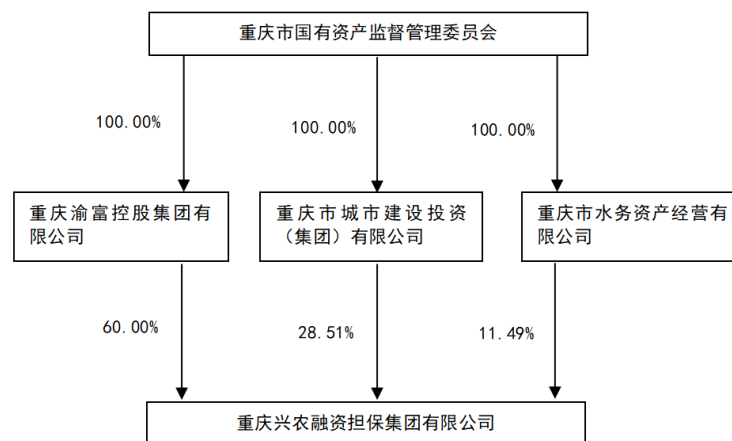
九、债券偿还保障分析

兴农担保为本期债券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安全性

根据兴农担保出具的担保函，兴农担保承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券本金和利息，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。担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。历经数次增资及股权变更，截至2021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（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图5 截至2021年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

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。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

表12 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	9.21	70.12%	8.89	76.14%	7.96	76.16%
利息收入	2.55	19.38%	2.33	19.93%	1.76	16.78%
其他收入	1.38	10.49%	0.46	3.92%	0.74	7.06%
合计	13.13	100.00%	11.68	100.00%	10.46	100.00%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下

降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

表13 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
其中：直接融资担保余额	771.33	809.00	690.12
间接融资担保余额	84.98	92.07	87.88
非融资性担保余额	36.19	16.40	9.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当时代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09
累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%

注：以上担保业务数据均不含交通担保；
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当时代偿

金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

表14 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	13.13	11.68	10.45
其中：已赚担保费	9.87	7.52	-
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
营业支出	10.66	7.08	7.51
其中：提取担保赔偿准备金	4.12	3.72	4.68
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02
利润总额	2.49	3.66	3.06

净利润	2.07	3.11	2.57
净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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信用水平。

十、结论

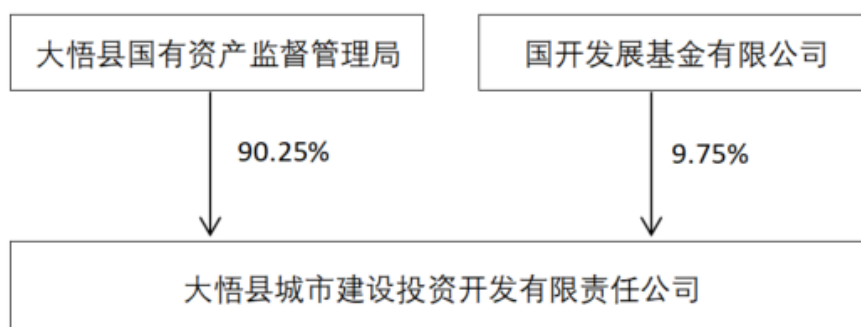
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“19大悟城投债/19大悟债”信用等级为AAA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.13	0.62	7.33
应收账款	14.14	13.94	13.93
其他应收款（合计）	13.51	4.05	3.98
其他应收款	13.51	4.05	3.98
存货	36.46	35.91	30.45
流动资产合计	64.44	54.55	55.70
非流动资产合计	2.47	2.25	2.20
资产总计	66.91	56.80	57.90
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款（合计）	13.18	4.91	3.03
其他应付款	13.02	4.75	2.87
一年内到期的非流动负债	0.81	0.52	0.57
流动负债合计	16.29	7.58	5.55
长期借款	4.22	4.06	4.57
应付债券	8.93	8.69	8.47
长期应付款	3.06	2.77	6.29
非流动负债合计	16.22	15.52	19.32
负债合计	32.50	23.10	24.87
总债务	16.78	15.53	19.32
营业收入	3.01	2.50	2.69
所有者权益	34.40	33.70	33.03
营业利润	0.68	0.69	0.69
其他收益	0.50	0.50	0.54
利润总额	0.71	0.72	0.68
经营活动产生的现金流量净额	0.57	-1.41	-4.39
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-0.02	-0.31
筹资活动产生的现金流量净额	-0.90	-5.28	7.42
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	13.71%	13.08%	10.93%
收现比	0.99	1.08	0.40
资产负债率	48.58%	40.67%	42.96%
现金短期债务比	0.05	1.23	14.41
EBITDA（亿元）	0.77	0.75	0.72
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62	1.19

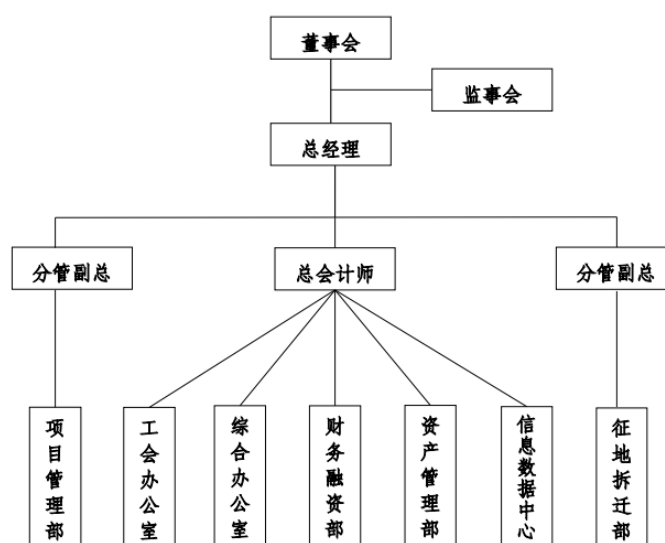
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织架构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北悟嘉开发有限公司	2.00	100.00%	基础设施建设
湖北悟嘉地材有限公司	0.10	100.00%	砂石、建筑材料等销售
湖北省悟嘉建设工程有限公司	0.80	90.00%	基础设施建设
湖北城嘉生态农业有限公司	2.00	100.00%	农业产业化开发
湖北嘉实科技投资有限公司	1.30	100.00%	城市停车场建设运营、充电桩建设运营
湖北拉扎斯建筑工程有限公司	0.10	100.00%	基础设施建设
大悟县城投悟安物业有限责任公司	0.02	100.00%	物业管理
大悟县润嘉土地整理有限公司	1.00	85.00%	土地整治、土地调查评估

资料来源：公司2021年审计报告，公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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。