



2015年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司公司债券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：

2015年甘肃平凉崆峒旅游集团有限责任公司¹公司债券 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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
15平崆旅债/PR平崆旅	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司（以下简称“平凉文旅”或“公司”）的主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“15平崆旅债/PR平崆旅”（以下简称“本期债券”）信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：作为平凉市发债平台之一，公司获得一定力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司仍存在欠息及逾期借款，代建业务持续性差，面临很大的偿债压力，资产质量较差且流动性较弱，融资弹性较小等风险因素。瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

未来展望

- 公司作为平凉市发债平台之一，预计仍能获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月28日

联系方式

项目负责人：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

项目组成员：张晨
zhangch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	58.76	63.96	64.43
所有者权益	38.41	40.81	41.21
总债务	16.44	17.50	18.23
资产负债率	34.64%	36.19%	36.04%
现金短期债务比	0.00	0.00	0.01
营业收入	0.17	0.14	0.33
其他收益	0.68	0.78	0.02
利润总额	-0.32	-0.25	-0.75
销售毛利率	18.34%	-48.67%	-10.32%
EBITDA	0.44	0.34	-0.66
EBITDA利息保障倍数	0.64	0.71	-0.63
经营活动现金流净额	1.98	1.09	4.33
收现比	817.21%	472.39%	490.94%

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2015年，公司名称变更为平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司。

优势

- **公司获得一定力度的外部支持。**作为平凉市发债平台之一，2021年公司获得平凉市财政局及平凉崆峒山大景区管理委员会（以下简称“大景区管委会”）拨付的资金0.68亿元并计入其他收益；获得平凉市国资委的注资款0.53亿元并计入实收资本。
- **瀚华担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为AA+，其为本期债券提供的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

- **公司仍存在欠息及逾期借款。**根据公司提供的2022年6月14日查询的企业信用报告，公司本部存在未结清关注类、次级类信贷规模较大，且存在未结清欠息；同时公司因借款逾期多次被列为被执行人。
- **公司代建业务持续性差。**公司代建项目均已完工结算，且无在建及拟建项目。
- **公司面临很大的偿债压力。**2021年末公司总债务金额仍较大，其中短期债务占比很高，现金短期债务比极低，利润对总债务的覆盖非常弱。
- **公司资产质量较差、公益性资产占比较高且整体流动性较弱，融资弹性较小。**截至2021年末，公司应收款项对资金形成一定占用，以土地为主的存货和以道路为主的公益性资产占比较高，且部分资产使用受限，资产整体流动性较弱且质量较差。

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	较高	财务风险状况	有效净资产规模	2
	GDP规模	2		资产负债率	3
	GDP增长率	4		EBITDA利息保障倍数	2
	地区人均GDP/全国人均GDP	2		现金短期债务比	1
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	弱			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	2			
	业务多样性	2			
业务状况等级		弱	财务风险状况等级		较大
指示性信用评分					a-
调整因素	不良信用记录,补充调整		调整幅度		0
独立信用状况					a-
外部特殊支持调整					2
公司主体信用等级					A+

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
A+/稳定	AA+	2021-6-29	王硕、张颜亭	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-/负面	AA+	2020-6-29	张颜亭、王硕	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2015-11-19	胡长森、杨建华	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
15平崆旅债/PR平崆旅	3.50	0.7	2021-6-29	2022-11-30

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2015年11月30日发行7年期3.5亿元公司债券“15平崆旅债/PR平崆旅”。募集资金原计划用于华夏文明传承创新区平凉崆峒山旅游配套设施二期建设项目。截至2022年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为35.20元。

三、发行主体概况

2021年公司返还中国国家开发银行发展基金有限公司以下简称“国开基金”）投资款1,570.00万元，同时收到平凉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“平凉市国资委”）注资款项5,300.00万元。截至2021年末，公司实收资本变更为172,325.00万元，平凉市国资委对公司的持股比例变更为85.48%，国开基金持股比例变更为14.52%²。除上述变化外，2021年公司名称和主营业务均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为平凉市国资委。

2021年12月，公司进一步完善公司治理结构，根据平凉市委（平任字〔2021〕286号），任命王宏魁任公司党委书记、巩华任公司党委纪委书记、张涵任公司党委副书记、徐怀任公司党委委员、朱孔学任公司党委委员、杨鹏任公司党委委员。根据市政府（任字〔2021〕24号），任命王宏魁公司董事长、巩华为公司监事会主席、张涵、徐怀为公司董事、任命朱孔学、杨鹏为公司副总经理。根据市政府国资委（平国资党委〔2020〕77号）任命韩丰斌为公司总经理、根据市政府国资委（平国资党委〔2021〕26号）任命韩丰斌为公司董事。上述人员变更后公司党委会委员6名，董事4名，监事1名，高级管理人员3名。此外，根据平凉市国资委（平国资党委〔2021〕193号）（2021年12月），任命谢军、马萍为公司的外部董事、童安平为公司的外部监事；根据公司党委（党委发〔2022〕22号）（2022年3月），公司职工代表大会选举张蕾为公司职工董事、宋光辉为公司职工监事，2022年5月末上述人员的任命（选举）尚未完成相应工商变更。

2021年公司合并范围内新增子公司1家，为平凉崆峒山文化旅游发展有限公司（以下简称“崆峒山文旅”），无子公司减少，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司为21家（详见附录四）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

² 截至2022年5月末公司尚未对已返还国开基金投资款部分对应的股权比例进行工商变更登记。

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。

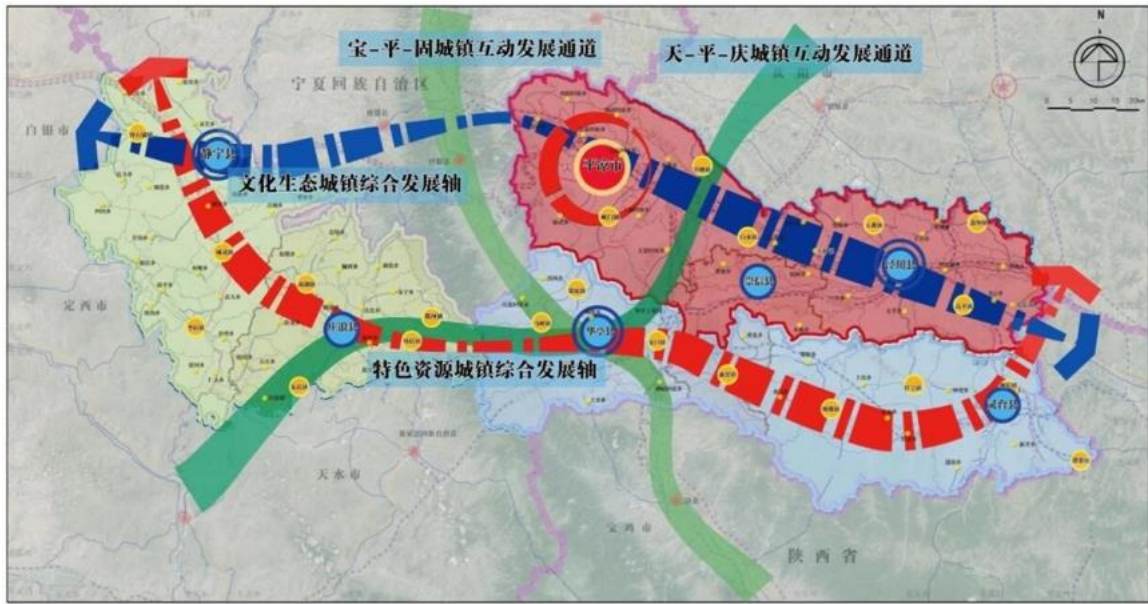
另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

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

平凉市拥有丰富的煤炭资源，形成了以煤炭、电力、化工、冶材为主导的特色循环产业集群，近年经济保持较快增长，但经济发展水平偏低，财政实力较弱，地方政府债务负担重

区位特征：平凉市是甘肃省东大门，矿产资源丰富，旅游资源相对富集。平凉市系甘肃省下辖地级市，地处甘肃省东部，与陕西西部、宁夏南部边境交界，位于陕、甘、宁三省（区）交汇处，是西安、兰州、银川三大省会城市几何中心，境内有西平铁路及青兰、福银高速和312国道横穿东西，宝中铁路、天平铁路纵贯南北，是关中平原城市群福银发展带上的重要节点城市，甘肃东部重要的区域性中心城市和承接中东部省区产业转移与开放开发的“东大门”。全市总面积1.1万平方公里，现辖一市（华亭市）五县（泾川县、灵台县、崇信县、庄浪县、静宁县）一区（崆峒区）；第七次人口普查数据显示，截至2020年11月1日零时，平凉全市常住人口为184.86万人，较2010年第六次全国人口普查数下降10.61%，近十年人口呈净流出。平凉市矿产资源优势明显，是全国14个大型煤炭基地之一、全省最大的煤电化产业基地，全市煤炭资源储量650亿吨，探明储量97.26亿吨，石油资源已探明储量4.3亿吨，石灰石储量30多亿吨；现有生产煤矿24座，产能2818万吨，占全省煤炭产能的60%；火电企业装机容量418万千瓦，占全省的21.8%。人文生态旅游方面，平凉市境内有人文、自然景观等旅游资源100多处，著名景点有崆峒道源胜地旅游区、泾川西王母朝觐旅游区、庄浪云崖寺人文自然及梯田建设生态旅游区等。

图1 平凉市区域空间图


资料来源：公开资料

经济发展水平：平凉市经济总量保持增长，经济发展水平仍偏低。近年平凉市地区生产总值保持较快增长，2021年突破500亿元，增速达7.8%，三次产业结构为23.5:26.8:49.7，一、二、三产业分别拉动经济增长2.4、2.0和3.4个百分点。当期全市完成固定资产投资比上年增长11.9%，其中基础设施投资增长28.4%；分产业看，主要系第三产业投资增长带动。2021年平凉市房地产开发投资同比增长16.4%，二级市场有所降温，期房销售额同比下降7.52%。消费方面经历2020年低迷之后，2021年社会消费品零售总额规模有所回升。近年平凉市人均GDP规模虽持续增长，但占全国平均水平的比重仍较低，与省内其他非省会地级市对比，平凉市经济总量及经济发展水平位于中游。

表1 平凉市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）	553.97	7.8%	476.16	3.5%	456.58	6.4%
固定资产投资（不含农户）	-	11.9%	-	14.3%	-	12.3%
社会消费品零售总额	191.25	15.4%	165.68	-1.1%	224.13	7.7%
进出口总额	2.09	-24.3%	2.8	-42.3%	4.79	10.1%
人均GDP（元）		30,192		25,758		21,514
人均GDP/全国人均GDP		37.29%		35.55%		30.35%

注：2020年人均GDP=当年地区生产总值/七普常住人口数。

资料来源：2019-2021年平凉市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

表2 2021年甘肃省部分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
庆阳市	885.27	5.2%	4.06	65.38	29.52
天水市	750.33	7.3%	2.51	57.88	-
白银市	571.02	8.4%	3.78	38.18	17.54
平凉市	553.97	7.8%	3.00	38.18	20.3
定西市	500.76	8.3%	1.98	30.61	-
临夏回族自治州	373.80	8.1%	1.77	23.12	34.29
甘南藏族自治州	230.04	4.8%	3.33	10.19	-

注：上表中人均GDP=2021年GDP/第七次人口普查数。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：平凉市形成以煤炭、电力、化工、冶材为主导的特色循环产业集群，同时农产品加工、旅游亦有一定规模。平凉市作为陇东能源化工基地建设核心区，煤碳、电力产业均主要围绕陇东能源基地目标进行，2021年平凉市全部工业增加值114.5亿元，比上年增长11.8%；规模以上工业中的煤、电、建材三大行业增加值占全市规模以上工业增加值的比重达93.35%，其中煤炭行业增加值增长14.7%，电力行业增长13.5%，建材行业下降4.8%；主要工业产品原煤产量、火力发电量、甲醇产量等呈现较快增长。煤电产业的龙头企业有华亭煤业集团有限责任公司、华能平凉发电有限责任公司、中电建甘肃能源崇信发电有限责任公司等；建材产业以平凉海螺水泥有限责任公司为代表。平凉作为西北重要的畜牧业基地及农产品生产基地，农产品加工主要为草畜、果菜产业，以甘肃辰宇生态农业开发集团有限责任公司、平凉天泰集团现代农业科技有限公司等为代表企业。依托丰富的生态人文旅游资源，旅游业对平凉市经济亦有一定贡献，2019年平凉市全年旅游综合收入实现173.77亿元，但2020年以来受疫情影响，旅游收入出现明显下滑。

未来产业规划方面，2021年平凉市政府工作报告中提出未来将聚焦产业兴市，重点打造煤炭分质转化高效利用、平凉红牛、静宁苹果、文旅康养、设施蔬菜、中医中药、绿色建材、智能制造、生态环保九大重点产业链。并在平凉市十四五规划中提到，将持续做大做强能源化工、智能制造、绿色建材、农产品加工等特色优势产业集群；培育发展新能源新材料、生物医药等战略新兴产业。

财政及债务：平凉市地方财力较弱，自给能力低，债务负担重。平凉市一般公共预算收入规模偏低，税收占比看，近年税收占比波动下降，主体税种为企业增值税、土地和房产增值税等，纳税大户主要来自源煤电产业的龙头企业以及甘肃省烟草公司平凉市公司等。平凉市公共财政支出规模相对较大，主要用于教育、农林水等支出，大量依赖上级补助，财政自给率低。2021年由于国有土地使用权出让收入大幅下降53.5%，政府性基金收入下滑明显。近年平凉市地方政府债务余额持续增长，债务压力大。

表3 平凉市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	38.18	32.83	32.54
税收收入占比	62.41%	61.32%	65.27%

财政自给率	16.66%	13.55%	13.47%
政府性基金收入	20.30	41.70	32.4
地方政府债务余额	208.03	166.60	136.90

注：地方政府债务余额来源公开信息。

资料来源：平凉市财政局公布的 2019-2021 年平凉市财政预算执行情况分析，中证鹏元整理

崆峒区经济持续增长、GDP在平凉市排名第一但人均水平不高，旅游业尚在逐步恢复；财政收入及自给率均较低，地方债务率极高

区位特征：崆峒区是平凉市的主城区，拥有一定的地方旅游资源。崆峒区隶属于甘肃省平凉市，是平凉市的主城区，其地处甘肃东部，六盘山东麓，东邻泾川、镇原，南依华亭、崇信，西与宁夏回族自治区泾源、固原接壤，北与彭阳、镇原县毗邻。崆峒区共辖17个乡镇、3个街道办事处，有252个村、19个城市社区，总面积1,936平方公里。截至2021年末，崆峒区常住人口为50.01万人，人口城镇化率66.98%。地方资源方面，崆峒区以国家风景名胜区崆峒山而得名，拥有5A景区1个、3A级景区2个、森林公园2个，其中平凉崆峒山大景区是甘肃省委、省政府统一规划的18个大景区之一，总规划面积325.7平方公里，属国家级风景名胜区、国家首批5A级旅游景区、国家地质公园、国家自然保护区；境内矿藏有煤、铁、铜、磷、石灰岩、水泥灰岩、白云岩、陶土、粘土、耐火粘土、石膏等13种12大矿点，其中水泥石灰岩和化工石灰岩品位较高，储量达5亿多立方米。交通方面，崆峒区内有青兰高速横穿东西、银昆高速贯通南北，火车站平凉站、平凉南站、新李站均坐落在区内。

经济发展水平：崆峒区经济持续增长、GDP在平凉市排名第一但人均水平不高，投资对经济增长的贡献较大，旅游业尚在逐步恢复。2019-2021年崆峒区经济保持增长且GDP在全市排名第一，其中2020年GDP增速为4.2%，受疫情影响增速同比下滑但高于全国平均水平；2021年GDP同比增长6.9%，较上年有所提高。产业结构方面，2021年崆峒区的三次产业构成由2019年的7.1:27.1:65.8调整为11.8:24.5:63.7，以第三产业为主。按照年末常住人口计算，2021年崆峒区人均GDP为全国平均水平的42.13%，水平较低。

2019-2021年崆峒区固定资产投资持续高速增长，对经济增长的贡献较大；其中2021年增长25.1%，第一产业投资下降53.92%，第二产业投资增长107.33%，均为工业投资，第三产业投资增长12.86%，基础设施投资增长50.62%，民间固定资产投资增长7.77%。受疫情影响，崆峒区2020年社会消费品零售总额增速为负，2021年逐渐恢复增长。此外，崆峒区对外贸易体量持续较小。

工业方面，崆峒区2021年全区全部工业增加值26.03亿元，比上年增长11.9%，规模以上工业增加值增长12.5%。旅游业方面，2021年崆峒区全年接待国内游客801.61万人次，比上年上升12.91%；旅游收入39.84亿元，恢复至2019年的69.24%（不包含崆峒山大景区）。

表4 2021年平凉市部分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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崆峒区	171.32	6.9%	3.41	7.08	1.18
静宁县	87.33	8.3%	2.40	4.63	2.61

华亭市	81.73	6.8%	4.52	7.15	1.14
庄浪县	76.36	7.8%	2.29	3.59	-
崇信县	52.09	11.9%	6.34	3.39	-
泾川县	46.13	6.6%	2.14	2.46	-
灵台县	39.00	9.6%	2.54	1.69	-

注：“-”表示该数据未公开披露。人均GDP=GDP/年末常住人口数。

资料来源：各区2021年国民经济和社会发展统计公报、财政预算执行报告和收支报告等，中证鹏元整理

表5 崆峒区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）	171.32	6.9%	151.73	4.2%	148.07	6.7%
固定资产投资	-	25.1%	-	14.34%	-	14.46%
社会消费品零售总额	91.88	15.5%	79.58	-1.1%	88.2	7.7%
进出口总额	0.11	200%	0.71	96.6%	0.35	26.95%
人均GDP（元）		34,113		30,089		27,728
人均GDP/全国人均GDP		42.13%		41.53%		39.11%

注：“-”表示该数据未公开披露。人均GDP=GDP/年末常住人口数。其中2020年人均GDP根据第七次全国人口普查公报常住人口数据计算。

资料来源：2019-2021年崆峒区国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

财政及债务水平：崆峒区财政收入及自给率均较低，地方债务率极高。2019-2021年，崆峒区一般公共预算收入较低且有所波动；税收收入占比波动较大，同时财政自给能力较差，政府性基金收入持续较小。区域债务方面，2019-2021年崆峒区地方政府债务余额快速增长，地方债务率（地方政府债务余额/一般公共预算收入）大幅上升至700%以上，债务压力很大。

表6 崆峒区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	7.08	7.2	5.96
税收收入占比	71.75%	61.67%	78.52%
财政自给率	19.14%	20.37%	15.04%
政府性基金收入	1.18	0.13	0.59
地方政府债务余额	53.93	43.36	38.78

资料来源：崆峒区2019-2020年决算报告、2020-2021年债务限额及余额决算表、崆峒区政府官网财政收支情况，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司营业收入略有增长但规模仍很小，主要为旅游开发产品收入、智慧旅游收入和物业收入等；销售毛利率回升主要系旅游开发产品盈利及物业业务亏损减少影响。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游开发产品收入	119.37	37.42%	565.47	-101.46%
智慧旅游收入	970.30	11.95%	524.25	15.70%
物业收入	287.90	-4.31%	199.80	-133.86%
演出收入	76.12	47.93%	23.61	93.99%
门票收入	22.47	-41.83%	0.00	-
其他	112.70	48.83%	41.78	92.29%
主营业务收入小计	1,588.87	14.50%	1,354.91	-51.52%
其他业务收入	129.08	65.59%	26.58	96.98%
营业收入合计	1,717.95	18.34%	1,381.49	-48.67%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司无在建及拟建代建项目，未来代建收入持续性较差；主要在建自建项目2021年仍未实质性推进，完工时间存在很大不确定性

由于代建的崆峒区基础设施建设项目均已完工并结算，2021年公司仍未实现代建项目收入，且公司目前无在建及拟建代建项目，未来工程代建收入持续性较差；截至2021年末公司应收账款中的项目回购款为7.22亿元，但暂无明确的回款时间安排。

截至2021年末，公司主要基础设施项目包括崆峒古镇二期工程、崆峒古镇一期改造提升工程等，其中崆峒古镇二期工程（即华夏文明传承创新区平凉崆峒山旅游配套设施二期建设项目）为本期债券募投项目；由于实际施工过程中受多种因素影响，2021年上述项目均未实质性推进，项目建设进度远低于预期。此外，公司的欢乐谷项目、崆峒村落旅游项目、中华崆峒养生地养老项目、崆峒山基础设施维修工程等项目已暂停不再继续建设。为适应景区发展，公司主要自建项目需重新规划设计，叠加疫情影响，上述项目的建设进度具有很大不确定性。

表8 截至2021年末公司主要基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
崆峒古镇二期工程	119,679.10	41,039.67
崆峒古镇一期改造提升工程	19,000.00	6,891.83
合计	138,679.10	47,931.50

注：崆峒古镇二期工程已投资金额包括前期的土地投资。

资料来源：公司提供

公司重新取得了负责崆峒山景区主要经营业务的子公司崆峒山文旅的控制权，但受疫情影响，崆峒山文旅2021年的全年营业收入仍不高且亏损，2021年末净资产仍为负且资产负债率很高

2019年，大景区管委会授权公司与陕西睿景旅游文化发展有限公司（以下简称“陕西睿景公司”）共同出资设立合资公司崆峒山文旅来承担崆峒山景区旅游资源的投资开发与经营管理，其中公司持股49%，陕西睿景公司持股51%，同时大景区管委会将崆峒山景区主要经营业务移交至崆峒山文旅，受此

影响，公司对合资公司崆峒山文旅不再纳入并表范围并失去崆峒山景区主要经营权，公司的门票和客运收入随后大幅减少。2021年12月，公司与陕西睿景公司、崆峒山文旅共同签署《股权转让协议书》，约定陕西睿景公司退出对合资公司崆峒山文旅的投资，其持有的51%股权由公司平价收购。上述股权转让已于2022年1月24日完成工商变更登记，变更后公司持有子公司崆峒山文旅100%股权。因此，公司自2021年再次将合资公司崆峒山文旅纳入合并范围（2021年仅将崆峒山文旅11-12月的财务数据纳入合并）。

截至2021年末，崆峒山文旅总资产2,154.06万元，净资产-54.19万元，资产负债率102.52%，2021年营业收入3,723.61万元，净利润-1,408.50万元。因合并时点较晚，公司2021年仅实现少量门票收入；同时受疫情影响，子公司崆峒山文旅的营业收入仍不高且亏损。2021年崆峒山景区接待旅游人数同比略有下降，主要系受疫情影响外地游客减少所致，平均门票价格仍为90元/人。

表9 公司旅游相关收入明细（单位：万元）

项目	2021年	2020年
门票	22.47	0.00
客运收入	0.00	0.00
小计	22.47	0.00
其他	1,566.40	1,354.91
合计	1,588.87	1,354.91

注：上表中合计收入为营业总收入，“其他”包含了除门票、客运收入之外的景区范围内或相关的收入。

资料来源：公司提供

表10 崆峒山景区接待游客数量和门票价格情况（单位：万人、元/人）

项目名称	2021年	2020年
接待旅游人次	212.1	255.8
平均门票价格	90.00	90.00

注：接待旅游人次包括免票及买票人次，且因存在年票、团体票等情况，接待人次与门票均价不能完全反映公司的实际门票收入情况。

资料来源：公司提供

公司智慧旅游收入主要来源于子公司甘肃崆峒智慧旅游有限责任公司，主要提供与美团等15家OTA平台合作并上线的崆峒山景区系列及酒店等产品服务，同时开发运营平凉送到家生鲜超市平台及提供智游崆峒网等产品服务。2021年公司实现智慧旅游收入970.30万元，同比有所增加。公司物业收入主要为对崆峒古镇商户提供物业管理、水电供给等服务收取的费用；演出收入主要来自子公司平凉市崆峒山演艺有限公司。上述收入规模均较小。

2021年公司继续获得一定的外部支持

2021年，公司获得平凉市财政局及大景区管委会拨付的货币资金0.68亿元并计入其他收益；获得平凉市国资委的注资款项0.53亿元并计入实收资本科目。

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审亚太会计师事务所（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，报告采用新会计准则编制。2021年公司合并范围内新增子公司1家，为平凉崆峒山文化旅游发展有限公司，无子公司减少。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，应收款项、存货和公益性资产占比高，且部分资产受限，资产整体流动性较弱且质量较差

因投资性房地产转出，2021年末公司资产总额有所下降，仍以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，规模很小，2021年末无受限资金。应收账款主要系应收工程结算款，其中应收大景区管委会工程结算款7.22亿元，占应收账款的98.16%。其他应收款主要系往来款，账龄整体较长，前五名应收单位分别为大景区管委会、平凉市崆峒区建设局、平凉市崆峒区人民政府、崆峒镇人民政府和广惠投资有限责任公司等，上述单位应收款合计为7.74亿元、占比为69.87%。综合来看，公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用，且回收时间尚未有明确安排。

公司存货主要由开发成本和开发产品构成，截至2021年末开发成本为12.43亿元，较2020年末账面价值无变化，全部为待开发土地资产，土地面积为172.57万平方米，土地用途包括旅游设施配套用地、商业金融及文化娱乐、园地、道路用地和公共绿地等；开发产品9.49亿元，主要为崆峒古镇投入，目前可产生一定的运营收入，规模相对较小。

表11 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	0.04	0.06%	0.03	0.05%
应收账款	7.34	12.49%	7.30	11.41%
其他应收款	10.78	18.35%	10.81	16.90%
存货	21.93	37.33%	21.83	34.14%
流动资产合计	40.58	69.06%	40.46	63.26%
投资性房地产	0.00	0.00%	5.33	8.33%
在建工程	1.25	2.13%	1.87	2.92%
其他非流动资产	14.66	24.94%	14.08	22.01%
非流动资产合计	18.18	30.94%	23.50	36.74%
资产总计	58.76	100.00%	63.96	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司的投资性房地产主要系公司投建的广成驿站等项目的土地使用权，为商业旅游用地，2021年末已全部转出并冲回累计评估增值部分。2021年在建工程主要为崆峒古镇一期改造提升工程、崆峒古镇二

期工程投入，规模较小且新增投入很小。其他非流动资产系平沿路及太统路、泾河北路西段道路及公益性房屋建筑物，上述三项资产均属于公益性资产。此外，截至2021年末，公司因质押受限的应收账款0.46亿元，因抵押受限的存货土地3.33亿元，同时还有崆峒山文旅、平凉市投资开发（集团）有限责任公司、平凉广成驿站招商经营管理有限公司等子公司股权被司法冻结。

总体来看，公司资产规模有所下降，应收款项对资金形成一定占用，以土地和开发产品为主的存货和由公益性资产构成的其他非流动资产占比较高，且部分资产受限，资产整体流动性较弱且质量较差，未来公司融资弹性较小。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长但仍较小，利润持续亏损

2021年公司营业收入略有增长但规模仍很小，主要为旅游开发产品收入、智慧旅游收入和物业收入等。由于代建项目均已完工结算，2021年公司未实现工程代建收入，未来代建收入持续性较差；2021年公司重新取得了负责崆峒山景区主要经营业务的子公司崆峒山文旅的控制权，但受疫情影响，崆峒山文旅2021年的全年营业收入仍不高且亏损。

销售毛利率方面，2021年公司的销售毛利率有所回升，主要系旅游开发产品盈利及物业业务亏损减少影响；但因公司营业收入较低导致整体盈利很少，加上财务费用等期间费用较为刚性，使得公司仍为亏损且亏损幅度略有扩大。此外，2021年公司收到政府补贴资金0.68亿元并计入其他收益，一定程度上缩小了公司亏损幅度。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
营业收入	0.17	0.14
收现比	817.21%	472.39%
公允价值变动收益	0.00	0.15
营业利润	-0.30	-0.26
其他收益	0.68	0.78
利润总额	-0.32	-0.25
销售毛利率	18.34%	-48.67%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

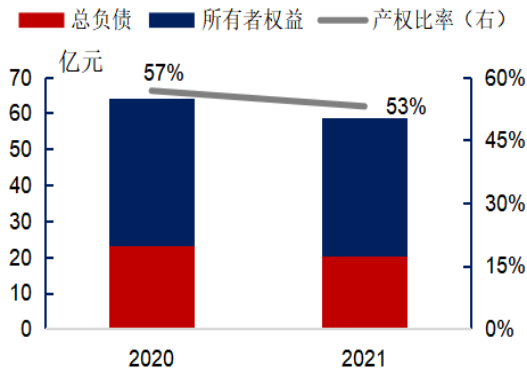
资本结构与偿债能力

公司偿债指标表现较差，存在逾期借款，债务偿付压力很大

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，受当年业务亏损及前期计提的其他综合收益2.41亿元（为采用公允价值模式计量的投资性房地产产生，2021年投资性房地产已全部转出并冲回累计计提的评估增值部分）冲回的影响，2021年末所有者权益同比有所下降；因公司总负债亦有所下降，综合影

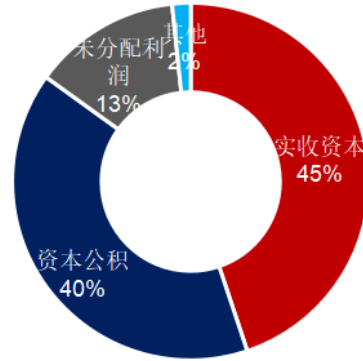
响下，2021年产权比率略有降低。

图2 公司资本结构



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

图3 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

从负债结构来看，2021年末公司负债主要由流动负债构成且占比上升。

截至2021年末，公司短期借款均为抵押借款，其中在甘肃银行股份有限公司平凉分行借款0.40亿元已逾期。预收款项主要为预收债务化解资金。应交税费主要系企业所得税及增值税等。其他应付款主要系与平凉市惠民投资开发有限责任公司（以下简称“惠民投资”）的借款，截至2021年末为6.68亿元，惠民投资为平凉市国资委控制的国有企业，公司对惠民投资公司的借款用途主要为化解债务及偿还借款，期限一般为半年以内，利率约为7.9%，部分已经超过约定期限。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券。

截至2021年末，公司长期借款主要系抵押借款和保证借款，其中在上海浦东发展银行股份有限公司兰州雁滩支行借款0.73亿元已逾期。应付债券系本期债券，已经全部转入一年内到期的非流动负债。长期应付款均为融资租赁借款，利率较高且其中在长江租赁公司借款0.33亿元、河南九鼎融资租赁公司借款1.01亿元已分别于2021年9月30日、2021年12月25日逾期，且公司因部分融资租赁款逾期已被列为被执行人。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

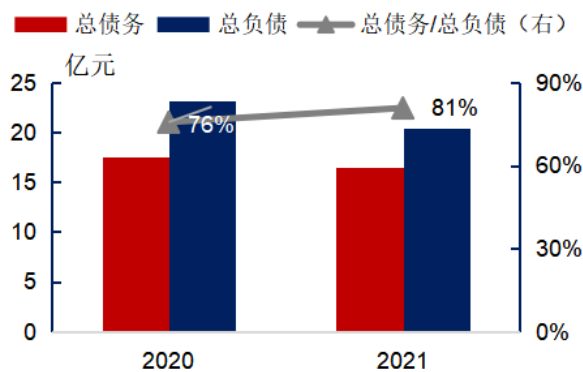
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.20	5.89%	1.20	5.18%
预收款项	1.12	5.49%	0.83	3.61%
应交税费	1.89	9.29%	1.95	8.42%
其他应付款	6.78	33.32%	6.89	29.75%
一年内到期的非流动负债	4.10	20.14%	4.03	17.42%
流动负债合计	15.91	78.17%	15.39	66.47%
长期借款	2.10	10.32%	2.10	9.07%

应付债券	0.00	0.00%	0.31	1.32%
长期应付款	2.34	11.51%	4.12	17.80%
非流动负债合计	4.44	21.83%	7.76	33.53%
负债合计	20.36	100.00%	23.15	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

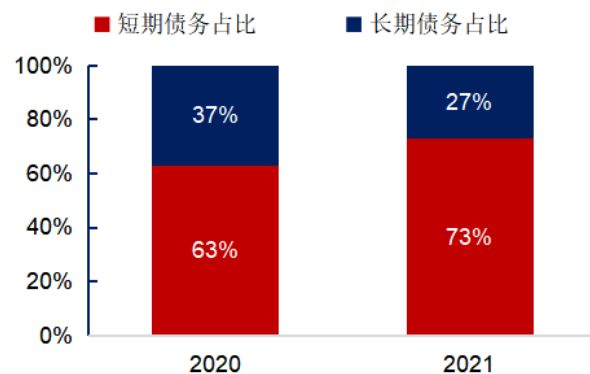
截至2021年末，公司总债务为16.42亿元，同比略有下降，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款中有息借款、长期借款和长期应付款中融资租赁款构成，其中短期债务占比很高且部分借款已经逾期，公司短期偿债压力非常大。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

图5 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

截至2021年末，公司资产负债率变动不大，但由于公司短期债务规模占比很高，且货币资金很少，现金短期债务比极低，现金类资产对短期债务的覆盖程度非常弱。同时，2021年公司营业收入仍较小，营业利润仍亏损且利息支出增加，EBITDA利息保障倍数进一步下降，利润总额对公司债务本息的覆盖能力非常弱。整体来看，公司总债务偿付压力非常大。

表14 公司偿债能力指标

项目	2021年	2020年
资产负债率	34.64%	36.19%
现金短期债务比	0.00	0.00
EBITDA利息保障倍数	0.64	0.71

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14日），公司本部已结清的中长期借款中有关注类账户数1个（为兰州银行股份有限公司借款）、次级类账户数1个（为中国进

出口银行甘肃省分行借款)；存在未结清由资产管理公司处置的债务逾期本金0.77亿元、利息及其他0.65亿元；未结清关注类中长期借款合计2.28亿元，未结清不良类中长期借款合计0.95亿元。

表15 截至2022年6月14日公司未结清中长期借款不良信用记录情况（单位：万元）

金融机构	关注类	次级类	损失类	欠息	到期日	备注
徽银金融租赁有限公司	12,012.06	-	-	-	最后一期 2023-8-24	已签署《租金支付调整协议书》
	-	-	-	421.55	2022-5-14	协商中
长江联合金融租赁有限公司	-	2,195.18	-	-	最后一期 2021-9-30	已调整租金支付后逾期，和解已撤销被执行人记录
上海浦东发展银行股份有限公司兰州雁滩支行	-	-	4,399.70	-	2021-3-25	征信报告显示展期，未签署展期协议
	-	-	2,749.67	-	2021-6-26	征信报告显示展期，未签署展期协议
	-	-	149.60	-	2021-3-25	征信报告显示展期，未签署展期协议
基石国际融资租赁有限公司	10,754.24	-	-	-	最后一期 2023-10-10	协商中
	-	-	-	3,003.37	2022-6-9	
	-	-	-	255.95	2022-6-9	
合计	22,766.30	2,195.18	7,298.97	3,680.87	-	-

注：到期日为征信报告记录时间，欠息到期日为征信报告余额变化日期。

资料来源：公司提供

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计为186.70万元，被担保方为平凉泓源工业投资发展有限责任公司，该公司为平凉市国资委控股企业，未设置反担保措施。

表16 截至2021年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
平凉泓源工业投资发展有限责任公司	186.70	2022.04.24	否
合计	186.70	-	-

资料来源：公司提供

此外，2021-2022年5月末，公司本部新增被执行记录具体情况如下：

表17 公司被执行记录情况（单位：万元）

立案日期	执行案号	执行标的	执行法院	强制措施	执行原因	截至2022年5月末进展
2022-04-28	(2022)豫03执279号、(2021)豫03民初67号、(2021)豫03民初67号之二、(2021)豫03执保6号	8,646.21	河南省洛阳市中级人民法院	-	洛银融资租赁有限公司融资租赁借款逾期	8,619.74万元未付

2022-03-31	(2022)甘0102执1725号、(2021)甘0102民初13771号	153.27	甘肃省兰州市城关区人民法院	子公司股权冻结	上海浦东发展银行股份有限公司兰州分行逾期	153.27万元未付,和解协商中,尚未签署协议
2022-03-07	(2022)甘0802执1251号、(2021)甘0802民初6801号	205.43	甘肃省平凉市崆峒区人民法院	限制消费令	未按期支付平凉市亿兴隆工贸有限责任公司黄土供应款	205.43万元未付
2022-03-07	(2022)甘01执225号、(2021)甘01民初942号、(2021)甘01执保655号	4,439.98	甘肃省兰州市中级人民法院	查封银行账户存款,子公司股权冻结	未按照约定期限偿还上海浦东发展银行股份有限公司兰州分行借款	4,399.70万元未付,和解协商中,尚未签署协议
2022-03-07	(2022)甘01执224号、(2021)甘01民初941号、(2021)甘01执保656号、(2021)甘01执保101号	2,776.19	甘肃省兰州市中级人民法院	查封银行账户存款,子公司股权冻结	公司未按期支付长江联合金融租赁有限公司的借款	2,776.19万元未付,和解协商中,尚未签署协议
2021-11-15	(2021)沪74执828号、(2019)沪74民初3062号、(2021)甘0822执920号	3,379.28	上海市金融法院	限制消费令、子公司股权冻结	与鲁山县龙驰旅游开发有限公司的联营合同纠纷	已偿还部分借款并达成和解,已撤销被执行人记录
2021-01-26	(2021)甘08执恢2号、(2020)甘08执恢16号之一、(2017)甘08民初31号	147.98	甘肃省平凉市中级人民法院	-	与鲁山县龙驰旅游开发有限公司的联营合同纠纷	支付部分资金,剩余46.67万元,已撤销被执行人记录
合计	-	19,748.34	-	-	-	-

资料来源:公司提供

2021-2022年5月末,公司其他金融机构借款诉讼情况如下。

表18 公司其他金融机构借款诉讼情况

身份	案号	案由	基本情况	截至2022年5月末进展
被执行人	(2021)甘01财保18号	诉前财产保全	中国进出口银行甘肃省分行借款产生	已还清
被告	(2021)京74民初2137号	融资租赁合同纠纷	基石国际融资租赁有限公司请求支付金额暂合计119,112,005.35元(暂计算至2021年12月20日)	已判决未付
被告	(2021)豫01民初1403号	融资租赁合同纠纷	河南九鼎金融租赁股份有限公司借款	原被告双方协商,达成新还款计划后10,203.68万元未付

资料来源:公司提供

八、抗风险能力分析

公司作为平凉市发债平台之一,2021年获得了一定的外部支持。公司重新取得了负责崆峒山景区主要经营业务的子公司崆峒山文旅的控制权,但受疫情影响,崆峒山文旅2021年的全年营业收入仍不高且亏损。同时中证鹏元还关注到,公司存在欠息及逾期借款,跟踪期内因借款逾期多次被列为被执行人,且存在多笔金融机构借款诉讼情况;代建业务持续性差;总债务金额仍较大,其中短期债务占比很高,现金短期债务比极低,利润对总债务的覆盖非常弱,面临很大的偿债压力;同时资产质量较差、公益性

资产占比较高且整体流动性较弱，融资弹性较小。

整体来看，公司抗风险能力弱。

九、债券偿还保障分析

瀚华担保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平

本期债券由瀚华担保提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

瀚华担保成立于2009年8月，由瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）等6名法人投资者和19位自然人投资者发起成立，初始注册资本10.00亿元。后经增资和未分配利润转增股本，截至2012年末，瀚华担保注册资本增加至20.96亿元。2013年瀚华担保股权结构发生变更，原股东重庆惠泰投资有限公司等28名股东将其持有的公司股份全部转让给瀚华金控，同年经重庆市金融工作办公室（现重庆市地方金融监督管理局）批准，现有股东按同比例增资，注册资本及实收资本从20.96亿元增加到30.00亿元。2014年，经瀚华金控和重庆惠微投资有限公司分别注资49,950.00万元和50.00万元，瀚华担保注册资本增加至35.00亿元。截至2021年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，因瀚华金控股股权相对分散，瀚华担保无实际控制人。

表19 截至2021年末瀚华担保股权结构（单位：万元）

股东名称	投资额	持股比例
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90%
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，近年来持续下降，从结构上来看，收入主要来自担保业务、利息收入和手续费及佣金收入，其中已赚担保费占比为73.25%。

瀚华担保的利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、债权投资利息收入，2021年瀚华担保实现利息收入8,881.55万元。手续费及佣金收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用；投资收益主要来自瀚华担保持有的非标准化金融产品带来的收益；其他业务收入主要为租金收入；其他收益来自政府补助。2021年瀚华担保处置抵债资产，产生资产处置损失453.18万元。

表20 瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

已赚担保费	46,755.90	73.25%	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%
担保业务收入	38,865.06	60.89%	36,521.74	51.89%	43,285.91	57.70%
减：提取未到期责任准备金	-7,890.84	-12.36%	-13,371.92	-19.00%	-9,091.17	-12.12%
利息收入	8,881.55	13.91%	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%
手续费及佣金收入	4,956.23	7.76%	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%
投资收益	949.10	1.49%	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%
其他收益	1,342.31	2.10%	2,936.48	4.17%	1,802.99	2.40%
公允价值变动收益	657.34	1.03%	-1,241.33	-1.76%	-2,218.72	-2.96%
其他业务收入	742.00	1.16%	732.00	1.04%	748.10	1.00%
资产处置收益	-453.18	-0.71%	-1,989.82	-2.83%	-450.68	-0.60%
营业收入	63,831.26	100.00%	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%

资料来源：瀚华担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保业务发展战略定位于“供应链金融、资本市场融资、非融资担保即履约商业保函”三大业务发展方向。近年来瀚华担保控制融资担保新增业务量，而供应链金融模式担保和电子商业投标保函等业务则持续保持高速增长态势。截至2021年末，瀚华担保在保余额为334.69亿元；其中融资担保余额为171.28亿元，呈逐年下降趋势；非融资担保余额为163.41亿元，呈逐年增长趋势。

表21 瀚华担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	445.52	250.26	202.46
当期解除担保额	461.52	292.23	259.40
期末在保余额	334.69	350.69	392.66
其中：融资担保余额	171.28	228.74	289.07
直接融资担保余额	119.59	152.29	198.49
间接融资担保余额	51.69	76.45	90.58
非融资担保余额	163.41	121.95	103.60
融资担保责任余额	147.41	198.69	249.23
融资担保余额放大倍数	4.29	5.63	7.19
融资担保责任余额放大倍数	3.69	4.89	6.20
当期担保代偿率	1.33%	1.61%	0.77%
累计代偿回收率	49.83%	48.65%	49.02%
拨备覆盖率	290.71%	294.19%	198.61%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保直接融资担保业务客户全部为城投企业，行业集中度高。近年瀚华担保主动调整债券担保授信政策，提升了债券担保业务准入门槛，并加强反担保措施，导致新增债券担保业务量下降，叠加存量债券担保业务逐步到期解保，直接融资担保业务规模逐年下降，截至2021年末，瀚华担保的直接融资担保余额为119.59亿元，其中前十大担保客户的担保余额合计为51.40亿元，占期末权益比例为123.63%，

客户集中度较高。

瀚华担保间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小，整体客户资信实力较弱，近年瀚华担保为控制业务风险、降低对银行渠道的依赖，逐步压缩间接融资担保业务规模，截至2021年末，瀚华担保的间接融资担保余额为51.69亿元，其中建筑业、批发零售业和制造业在保余额分别为12.23亿元、8.72亿元和7.8亿元，上述行业信用风险较高，需持续关注其代偿风险。

瀚华担保非融资担保业务主要为电子投标保函和工程履约担保，履约担保围绕建筑、金融行业核心客户上下游，瀚华担保大力拓展工程履约保函担保业务，并结合建筑施工行业的运营特征，设计特定的产品，为符合一定资质要求的建筑、工程施工企业开立“投标保函、履约保函、预付款保函、采购保函”，近年瀚华担保重点拓展电子投标保函和工程履约保函，非融资担保规模快速增长，截至2021年末，瀚华担保的非融资担保余额为163.41亿元。

担保业务质量方面，2021年瀚华担保当期担保代偿额1.56亿元，当期担保代偿率为1.33%，代偿率较低，当期待偿回收额为1.10亿元，截至2021年末，瀚华担保的累计代偿回收率为49.83%，回收情况尚可，在宏观经济下行、疫情反复的影响下，需持续关注后续回收情况。

资产结构方面，截至2021年末，瀚华担保的资产总额为55.79亿元。期末货币资金为16.01亿元，其中8.16亿元因质押而受限；存出保证金规模为4.59亿元；期末应收代偿款余额为7.81亿元，已累计计提4.22亿元减值准备，期末应收代偿款净额为3.60亿元；投资资产净额为20.45亿元，包括权益工具投资2.27亿元、委托贷款及其他投资18.18亿元，其中委托贷款逾期金额为0.30亿元，瀚华担保对委托贷款已累计计提0.22亿元减值准备，需关注委托贷款面临的资金回收风险；其他资产规模为2.88亿元，包括2.05亿元抵债资产。截至2021年末，瀚华担保的I级资产为20.59亿元，占总资产扣除应收代偿款比例为39.46%，I级、II级资产之和占总资产扣除应收代偿款比例为74.58%，III级资产占总资产扣除应收代偿款比例为16.08%，三级资产占比满足监管要求。

负债及所有者权益方面，截至2021年末，瀚华担保负债总额为14.21亿元，主要包括4.80亿元担保赔偿准备金、2.89亿元未到期责任准备金和4.44亿元其他负债，其他负债主要包括2.67亿元明股实债、0.89亿元债务融资和0.68亿元其他应付款。截至2021年末，瀚华担保的所有者权益合计为41.58亿元，主要包括实收资本35.00亿元和一般风险准备3.21亿元。截至2021年末，瀚华担保的融资担保责任余额放大倍数为3.69，担保业务发展空间较大。

表22 瀚华担保主要资产负债指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.01	25.43	25.47
存出保证金	4.59	4.45	5.40
应收代偿款	3.60	4.19	2.98
金融投资：	20.45	17.69	18.88
委托贷款	-	1.67	2.44

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	3.60	4.38
可供出售金融资产	-	5.27	4.42
应收款项类投资	-	7.15	7.64
交易性金融资产	2.27	-	-
债权投资	18.18	-	-
固定资产	2.40	2.49	2.58
其他资产	2.88	1.40	2.45
资产总计	55.79	60.35	61.25
存入保证金	0.42	0.64	0.92
未到期责任准备金	2.89	3.67	5.01
担保赔偿准备金	4.80	5.69	5.97
其他负债	4.44	7.56	6.64
负债合计	14.21	19.19	20.53
实收资本	35.00	35.00	35.00
一般风险准备	3.21	2.96	2.73
未分配利润	0.68	0.71	0.68
所有者权益合计	41.58	41.16	40.72

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力方面，2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，同比有所下降，主要系手续费及佣金收入下降所致。2021年瀚华担保的营业费用率为39.27%，经营效率有待提升，当期净资产收益率为4.79%，同比有所下降，在宏观经济下行、疫情反复的背景下，需持续关注担保业务、委托贷款、股权投资等业务的潜在代偿风险和违约风险对利润侵蚀的潜在可能性。

表23 瀚华担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	6.38	7.04	7.50
其中：担保业务收入	4.68	3.65	4.33
利息收入	0.89	0.97	0.81
投资收益	0.09	0.12	0.16
手续费及佣金收入	0.01	0.50	0.92
营业支出	4.04	4.62	4.44
其中：担保赔偿支出	0.89	1.18	0.58
提取担保赔偿准备金	-0.79	-0.28	0.21
业务及管理费	2.51	2.59	2.81
营业利润	2.34	2.42	3.06
利润总额	2.34	2.40	3.06
净利润	1.98	2.07	2.47
营业费用率	39.27%	36.73%	37.48%
净资产收益率	4.79%	5.06%	6.12%

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

综上所述，瀚华担保的业务从传统银行渠道、单一客户零售模式向多种业务渠道拓展，目前供应链金融模式已具备一定的规模，且瀚华担保的资本实力较强，代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，瀚华担保的直接融资担保业务客户集中度较高，间接融资担保在保余额中建筑业、批发零售业和制造业占比较高，存在潜在业务风险，且部分委托贷款逾期，存在一定的资金回收风险。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为AA+，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的安全性。

十、结论

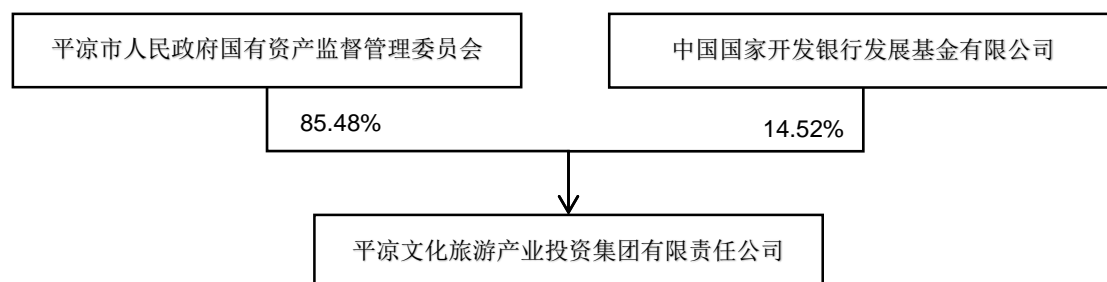
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.04	0.03	0.09
应收账款	7.34	7.30	7.30
其他应收款	10.78	10.81	10.91
存货	21.93	21.83	22.16
流动资产合计	40.58	40.46	40.95
投资性房地产	0.00	5.33	5.18
在建工程	1.25	1.87	1.95
其他非流动资产	14.66	14.08	14.08
非流动资产合计	18.18	23.50	23.48
资产总计	58.76	63.96	64.43
短期借款	1.20	1.20	1.30
预收款项	1.12	0.83	0.33
应交税费	1.89	1.95	1.95
其他应付款	6.78	6.89	5.84
一年内到期的非流动负债	4.10	4.03	6.24
流动负债合计	15.91	15.39	16.08
长期借款	2.10	2.10	0.38
应付债券	0.00	0.31	1.01
长期应付款	2.34	4.12	4.56
非流动负债合计	4.44	7.76	7.14
负债合计	20.36	23.15	23.22
总债务	16.44	17.50	18.23
营业收入	0.17	0.14	0.33
所有者权益	38.41	40.81	41.21
营业利润	-0.30	-0.26	-0.76
其他收益	0.68	0.78	0.02
利润总额	-0.32	-0.25	-0.75
经营活动产生的现金流量净额	1.98	1.09	4.33
投资活动产生的现金流量净额	0.03	0.02	0.03
筹资活动产生的现金流量净额	-2.01	-1.17	-6.02
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	18.34%	-48.67%	-10.32%
收现比	817.21%	472.39%	490.94%
资产负债率	34.64%	36.19%	36.04%
现金短期债务比	0.00	0.00	0.01
EBITDA（亿元）	0.44	0.34	-0.66
EBITDA利息保障倍数	0.64	0.71	-0.63

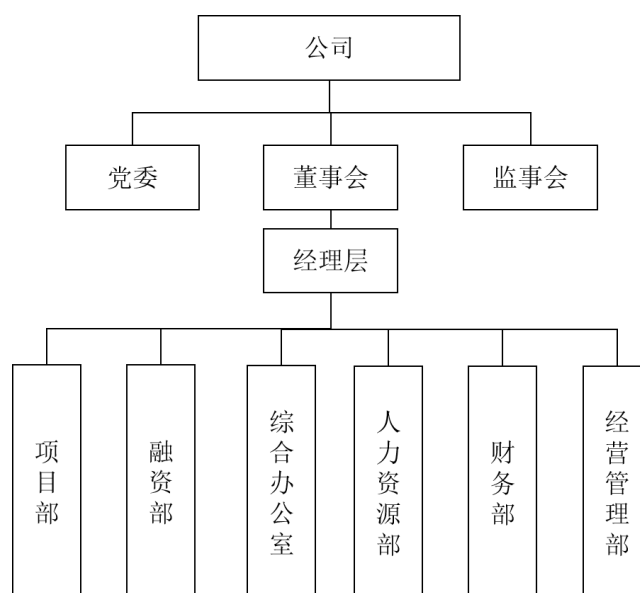
资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

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 公司组织结构图（截至2021年末）



资料来源：公司提供

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。