



2019年西峡县财和产业集聚区投资有限公司 养老产业专项债券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评级的变化情况。

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年西峡县财和产业集聚区投资有限公司¹养老产业专项债券 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 西峡债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持南阳财和投资有限公司（以下简称“南阳财和”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 西峡债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到西峡县为河南省第二区域大县，近年经济保持增长，公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，短期内代建业务收入来源仍有一定保障，获得的外部支持力度仍较大，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司贸易和物流业务客户集中度很高，且存在关联交易，房地产业务或将被动出售，资产流动性较弱，偿债压力加大，以及存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 作为西峡县最主要的基础设施建设主体，预计公司业务持续性较好，且有望持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。

评级日期

2022 年 06 月 29 日

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@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	124.78	126.67	98.85
所有者权益	73.56	71.21	66.52
总债务	24.58	22.74	18.43
资产负债率	41.04%	43.78%	32.71%
现金短期债务比	0.45	0.92	0.50
营业收入	52.88	53.73	49.33
其他收益	1.68	1.32	1.24
利润总额	0.85	1.07	1.51
销售毛利率	2.19%	3.59%	2.77%
EBITDA	2.39	2.74	2.66
EBITDA 利息保障倍数	0.87	1.30	2.00
经营活动现金流净额	-1.97	3.62	-1.05
收现比	94.39%	77.68%	102.41%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹公司于 2020 年 6 月 19 日更名为南阳财和投资有限公司。

优势

- **南阳市经济财政实力省内排名靠前，西峡县为河南省第二区域大县，近年经济保持增长。**南阳市是河南省面积最大、人口最多的农业大市，地处豫鄂陕三省交界处，具有交通区位优势，近年来高成长性制造业成为经济增长主要推动力；西峡县为第二区域大县，主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业。
- **短期内公司代建业务收入来源仍有一定保障。**公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，2021 年末存货中扣除房地产项目成本后的工程施工成本为 13.70 亿元。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年公司继续获得财政补助 1.68 亿元，有效提升了公司利润水平。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**兴农担保实力较为雄厚，经中证鹏元综合评定其主体信用等级为 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提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司贸易和物流业务客户集中度很高，盈利能力很弱。**公司贸易和物流业务的经营主体为子公司河南成飞物流有限公司（以下简称“成飞物流”），客户以河南龙成集团有限公司（以下简称“龙成集团”）及其关联公司为主，上述两类业务对单一客户的依赖性较强，2021 年毛利率分别为 0.42%、2.49%；此外，成飞物流为公司与龙成集团的合资公司，存在关联交易。
- **公司房地产业务或将被出售。**根据公司最新规划，拟将持有的河南龙成成飞置业有限公司（以下简称“成飞置业”）股权再回售给龙成集团，后续公司或将不再产生房地产收入。
- **公司资产流动性较弱。**2021 年末公司资产以土地、工程施工项目、往来款和预付款项为主，其中往来款及预付款项对资金形成较大占用。
- **公司偿债压力加大。**公司总债务持续增长，2021 年末公司现金短期债务比降至 0.45，同期公司 EBITDA 利息保障倍数降至 0.87。
- **公司存在一定或有负债风险。**2021 年末公司对外担保金额为 9.68 亿元，担保对象虽为国有企业和事业单位，但均未设置反担保措施。

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	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			



业务持续性和稳定性	6		
业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
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	2021-06-29	马琳丽、宋晨阳	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	阅读全文
AA/稳定	AAA	2019-06-13	马琳丽、胡长森	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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 西峡债	7.50	7.50	2021-06-29	2026-09-23



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7.50亿元养老产业专项债券，募集资金原计划用于西峡县惠民康复保健养老中心项目。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为6.90万元。

三、发行主体概况

2021年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为10.00亿元，控股股东仍为南阳交通建设投资集团有限公司（以下简称“南阳交投”），实际控制人为南阳市财政局。

2022年3月，西峡县财政局将持有公司的17%股权、西峡县财务开发公司将持有公司的3%股权无偿划拨给西峡县康乐文化旅游发展有限公司（以下简称“康乐文旅”），同期末南阳交投、西峡县财政局和康乐文旅持有公司的股权分别为60%、20%和20%，其中康乐文旅的实际控制人为南阳市财政局，公司实际控制人仍为南阳市财政局。

公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，主要负责城市基础设施项目建设、供水、贸易及物流等业务，2021年公司新增4家合并子公司，同时减少1家合并子公司，截至2021年末纳入公司合并范围的一级子公司共10家。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况

1、2021年内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	合并方式
河南财和食用菌交易市场有限公司	100.00%	出资设立
西峡县财和食用菌有限公司	99.00%	出资设立
平利县静态交通建设运营有限公司	75.00%	出资设立
汉中欢停智慧停车管理有限公司	67.00%	出资设立

2、2021年内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	不再纳入的原因
西峡县康乐文化旅游发展有限公司	99.00%	股权划转

资料来源：公司提供，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。

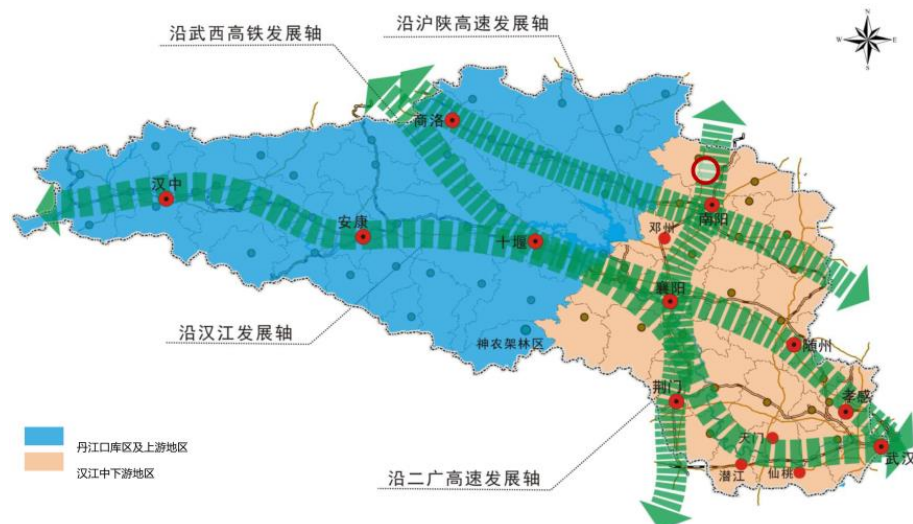
区域经济环境

南阳市为河南省地级市，是河南省面积最大、人口最多的农业大市，地处豫鄂陕三省交界处，具有交通区位优势，近年来高成长性制造业成为经济增长主要推动力，经济财政实力省内排名靠前，但人均 GDP 较低

区位特征：南阳市是河南省面积最大、人口最多的地级市，地处三省交界，区位交通优势显著，**自然禀赋优越。**南阳市是河南省 17 个地级市之一，具有承东启西、连南贯北的特点，地理位置优越，是国务院批复确定的中部地区重要的交通枢纽。南阳境内许平南襄高速、沪陕高速、焦枝铁路、宁西铁路、郑渝高铁贯穿市域，南阳机场是河南三大民用机场之一，目前南阳已初步形成以铁路、航空、高速公路为骨架，干线公路为支撑，农村公路为网络的立体交通运输格局。南阳市内河流众多，分属长江、淮河、黄河三大水系，是南水北调中线工程水源地和渠首所在地，南阳水储量、亩均水量及人均水量均居全省第一位。南阳矿产资源丰富，已探明各类矿产 84 种、468 处，其中石墨、银矿、铜矿储量居全省首位；金矿、石油储量居全省第二位。南阳现辖 2 个行政区、4 个开发区、10 个县、1 个代管县级市，全市面积

2.66万平方公里，2021年末常住人口962.90万人，是河南省面积最大、人口最多的城市。

图 1 南阳市区位示意图



资料来源：公开资料

经济发展水平：南阳市经济总量省内排名靠前，近年来经济保持增长，但人均GDP较低。近三年南阳市经济增速持续保持增长，GDP同比增速位居全省前列，GDP在全省17个地级市中均排名第3位，2021年的三次产业结构为16.8：31.6：51.6。南阳市人均GDP是全国水平的55.44%，处于较低水平。投资及消费是拉动南阳市经济增长的主要动力，除2020年受疫情影响外，近年南阳市投资、消费保持较快增长。投资方面，2021年南阳第二产业投资增长22.0%，占固定资产投资比重为40.7%；第三产业投资增长9.0%，占固定资产投资比重为51.8%。消费方面，2021年社会消费品零售总额增长9.9%，高于全省平均水平1.6个百分点。

表2 2021年河南省部分地级行政区经济财政指标情况（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
郑州市	12,691.02	4.70%	10.07	1,223.63	896.10
洛阳市	5,447.10	4.80%	7.72	397.90	263.20
南阳市	4,342.22	9.00%	4.49	224.83	242.30
新乡市	3,232.53	6.60%	5.20	208.28	149.0
商丘市	3,083.32	4.00%	3.97	190.13	209.20
平顶山市	2,694.16	7.10%	5.41	203.21	126.66
鹤壁市	1,064.64	6.68%	6.80	73.69	65.75

注：标“-”数据未公告；鹤壁市人均GDP采用GDP/第七次人口普查常住人口数据。

资料来源：2021年各地国民经济和社会发展统计公报、各地政府网站，中证鹏元整理

表3 南阳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）	4,342.22	9.00%	3,925.86	2.20%	3814.98	7.00%
固定资产投资	-	13.10%	-	5.50%	-	10.40%
社会消费品零售总额	2,196.27	9.90%	1,998.73	-3.80%	2,077.16	10.20%
进出口总额	165.60	26.80%	128.60	-26.60%	25.46（亿美元）	-0.90%
人均 GDP（元）		44,894		40,418		38,064
人均 GDP/全国人均 GDP		55.44%		55.79%		53.69%

注：“-”数据未公告；2020 年人均 GDP 按南阳市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：南阳市 2019-2021 年国民经济与社会发展统计公报、南阳市人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：南阳市为传统农业大市，受益于“中原经济区”战略的实施和东部产业的梯次转移，近年制造业增长提速。南阳市位于南北分界线秦岭淮河一线，气候温和雨水充沛，是全国粮、棉、油、烟集中产地，林、果、药和土特产品资源丰富，有林木30多种、经济林20多种，以及山茱萸、辛荑、杜仲、桔梗等中药材，2021年全市粮食作物种植面积1,306.79公顷，粮食产量713.33万吨。近年来南阳大力实施“工业立市、兴工强市”战略，把制造业高质量发展作为主攻方向，着力布局数字光电、防爆电机、汽车及零部件、集成电路等新兴产业发展，区域内聚集了牧原集团、中光学、森霸传感、飞龙股份等多家上市企业。2021年南阳市高新技术产业、战略新兴产业分别增长9.6%、15.3%，占规上工业增加值的50.1%、22.7%。2022年南阳市列入河南省重点项目174个，总投资3,956亿元，年度计划投资1,293亿元，项目个数、投资额均居全省第二位。“十四五”时期南阳市将推动纺织服装、油碱化工两大传统产业转型升级，着力发展装备制造、绿色食品、冶金建材三大支撑产业，壮大培育生物医药、电子信息、新材料、新能源四大新兴产业，构建市域“234”工业发展格局。

财政及债务：近年南阳市一般公共预算收入持续增长，但财政自给率较低，地方政府债务快速扩张。近年南阳市一般公共预算收入持续增长，2021 年实现一般公共预算收入 224.83 亿元，其中税收收入占比 69.27%；财政自给率 30.12%，财政自给能力偏低。政府性基金收入亦持续增长。区域债务方面，受专项债增长较快影响，近年南阳市地方政府债务快速扩张。

表4 南阳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	224.83	202.13	196.15
税收收入占比	69.27%	69.28%	69.05%
财政自给率	30.12%	27.15%	27.92%
政府性基金收入	242.3	229.93	217.70
地方政府债务余额	835.82	626.30	468.60

注：“-”数据未公告。

资料来源：南阳市 2019-2021 年预算执行情况、国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

西峡县为河南省第二区域大县，主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业，但产业层次总体不高；西峡县近年经济及一般公共预算收入保持增长，但 2021 年 GDP 在南阳市下

辖区县中排名靠后

区位特征：西峡县位于豫鄂陕三省交汇地带，为河南省第二区域大县，县内矿产资源和旅游资源丰富。西峡县隶属于河南省南阳市，位于河南省西南边陲，豫鄂陕三省交汇地带。西峡县下辖 1 乡 15 镇 3 个街道，总面积 3,454 平方公里，为河南省第二区域大县，根据第七次全国人口普查的数据，截至 2020 年 11 月 1 日零时，西峡县常住人口为 45.04 万人。交通方面，宁西铁路、宁西铁路二线、沪陕高速、三淅高速，312、208、209、345、241 五条国道和 328、329、527 三条省道在此交汇；在建的蒙西至华中铁路和栾西高速贯穿全境，西峡距南阳机场 120 公里，距郑州、武汉、西安国际机场均在 300 公里以内，但县内尚未开通高铁。西峡县矿产资源和旅游资源丰富，已探明有开采价值的矿藏 49 种，其中红柱石储量居全国之最，镁橄榄石储量居亚洲首位，金红石储量上亿吨；全县森林覆盖率达 80.35%，是河南省第一林业大县，也是河南省 12 个国家重点生态功能区之一，现有 5A 级景区 2 家、4A 级景区 4 家，是全国旅游百强县；有中药材 1,328 种，其中山茱萸年产量占全国总产量的三分之一。

图 2 西峡县区位示意图



资料来源：河南省政府官网，中证鹏元整理

经济发展水平：近年西峡县经济保持增长，但人均 GDP 处较低水平，2021 年 GDP 在南阳市下辖区县中排名靠后。2019-2021 年西峡县地区生产总值保持增长，GDP 增速均高于全国平均水平，三次产业结构由 2019 年的 13.1:40.5:46.4 调整为 2021 年的 14.1:39.4:46.2，经济结构以第二、三产业为主。2021 年西峡县 GDP 在南阳市下辖 13 个区县中排名第 9 位，但一般公共预算收入排名靠前。按常住人口计算，2021 年西峡县人均 GDP 为 6.34 万元，为全国人均 GDP 的 78.28%。近年西峡县固定资产投资保持增长，但增速持续下降；受疫情影响，近年西峡县社会消费品零售总额波动增长，整体来看，投资和消费对拉动全县经济增长贡献度较高。

表5 2021 年南阳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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
卧龙区	623.47	9.1%	71,932	13.83	18.17
邓州市	480.89	9.5%	38,539	20.96	21.44



唐河县	422.29	9.4%	40,104	12.34	69.22
内乡县	292.11	9.8%	53,201	16.32	-
西峡县	283.90	8.4%	63,384	19.58	9.32
淅川县	271.05	9.2%	50,328	12.16	13.81
社旗县	199.33	9.2%	35,495	8.01	7.33
桐柏县	197.99	7.6%	52,768	11.70	-

注：“-”表示数据未公示；除西峡县外，其他各区县2021年人均GDP根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县（市）政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表6 西峡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）	283.90	8.4%	258.00	3.2%	251.20	7.0%
固定资产投资	-	10.1%	-	11.6%	-	20.8%
社会消费品零售总额	69.60	10.1%	63.20	-2.5%	106.50	8.5%
进出口总额	12.63	24.9%	10.00	-	105.95	1.3%
人均 GDP（元）	63,384		57,295		58,320	
人均 GDP/全国人均 GDP	78.28%		79.09%		82.27%	

注：2020-2021 年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：西峡县 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西峡县主要发展汽车零部件、新型特钢、冶金新材料以及菌果药特色产业，但产业层次总体不高，工业产业的初级产品较多。西峡县以先进装备制造业、新材料业和中药食品业为三大主导产业，形成了新型特钢、冶金新材料、中药制药与绿色食品、汽车零部件 4 个百亿级产业园，其中先进装备制造业以汽车配件和新型钢构为主，汽车零部件方面以飞龙股份、众德公司、劲派集团等企业为龙头，新型特钢方面重点企业有汉冶特钢、恒立、恒路、富煌钢构等。西峡县冶金功能材料特色产业基地被认定为国家火炬南阳西峡冶金功能材料特色产业基地，重点企业有西保集团、通宇公司、龙成冶金材料等。西峡县为“中国猕猴桃之乡”、“中国香菇之乡”和“中国山茱萸之乡”，其猕猴桃、香菇、山茱萸先后被认定为“国家地理标志保护产品、国家生态原产地保护产品、国家农产品地理标志产品”，围绕香菇、猕猴桃、中药材精深加工，形成以仲景宛药、仲景食品、果然风情等为龙头的菌果药三大特色产业，其中仲景食品为国家级龙头企业。2021 年西峡县特钢、新材料、装备制造、中药制药及绿色食品四大产业集群产值分别达到 220.5 亿元、151.5 亿元、109.6 亿元、70.8 亿元，分别同比增长 29.8%、16.8%、29.8%、2.8%。但西峡县工业产业的初级产品较多，高新技术产业、高附加值产品的比重偏低，工业经济转型步伐不快，特色农业比较效益仍然较低，产业层次总体不高。

财政及债务水平：近年西峡县一般公共预算收入稳定增长，2021 年在南阳市下辖区县排名靠前，但财政自给能力一般，且近年地方政府债务余额快速增长。近年西峡县一般公共预算收入稳定增长，2021 年规模在南阳市下辖区县排名靠前，税收收入占比较为稳定且均在 70%以上，但财政自给率均在 50%以下，财政自给能力一般。近年西峡县政府性基金收入虽持续上升，但规模较小。区域债务方面，



西峡县地方政府债务余额快速增长，2019-2021 年年均复合增长率为 29.95%。

表7 西峡县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	19.58	17.52	16.51
税收收入占比	75.27%	75.04%	74.99%
财政自给率	45.87%	45.48%	46.53%
政府性基金收入	9.32	7.91	7.72
地方政府债务余额	42.59	31.48	25.22

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021 年西峡县财政预决算报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为西峡县最主要的基础设施建设主体，公司承担了西峡县大量的基础设施建设任务，目前收入主要来自工程代建、贸易、物流和房地产销售等业务，2021年各业务收入分别为4.32亿元、42.77亿元、3.76亿元和1.23亿元，其中贸易收入占比为80.88%。2021年营业收入同比小幅下降，主要系物流业务收入减少所致。2021年公司新增房地产销售收入，系子公司成飞置业产生的，公司于2020年从龙成集团收购成飞置业51.02%股权实现控股，根据公司最新规划，拟将持有的成飞置业股权再回售给龙成集团，若完成回售，后续公司或将不再产生房地产收入。

毛利率方面，由于收入占比较大的贸易业务毛利率很低，公司整体毛利率不高，盈利能力很弱。细分行业来看，2021年公司工程代建毛利率保持不变，贸易业务毛利率变动不大，物流、供水及安装业务毛利率显著下降。

表8 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
工程代建	4.32	16.67%	4.15	16.67%
房地产销售	1.23	9.50%	0.00	-
贸易	42.77	0.42%	42.82	0.46%
物流	3.76	2.49%	5.69	11.49%
供水及安装	0.42	-60.14%	0.80	21.00%
旅游服务	0.18	89.89%	0.10	96.89%
其他业务	0.20	69.91%	0.17	70.93%
合计	52.88	2.19%	53.73	3.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

短期内公司代建业务收入来源仍有一定保障，但主要在建项目投资进度偏慢，面临一定的资金压力



公司是西峡县最重要的平台公司，受西峡县政府单位的委托，承担了基础设施工程代建业务，具体建设模式有两种：（1）公司与西峡县人民政府、西峡县市政有限公司（以下简称“市政公司”）签订《委托代建业务合作三方协议》，西峡县财政局委托市政公司对公司下达基础设施建设任务，每年末经西峡县财政局、市政公司审核后，西峡县财政局委托市政公司按照完工进度向公司支付建设资金；（2）公司就具体项目与西峡县人民政府签订《代建协议》，根据代建协议，公司负责工程项目的组织实施和建设指挥，西峡县人民政府按工程进度向公司支付代建投资额以及20%的项目代建费用。2021年公司代建收入为4.32亿元，较为稳定，且毛利率保持不变。

表9 公司代建收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	确认成本
2021 年	栾西高速项目	43,200.17	36,000.00
	G345 线西峡米坪至西坪段公路改建工程	24,179.33	20,149.44
2020 年	栾西高速项目	17,295.15	14,412.62
	合计	41,474.48	34,562.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目有西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程、西峡县惠民康复保健养老中心项目、智慧停车项目以及东城一品周边棚户区项目，合计计划总投资17.67亿元，已投资8.64亿元，其中在建代建项目计划总投资3.28亿元，规模不大。2021年末公司存货中扣除房地产项目成本后的工程施工成本为13.71亿元，短期内公司代建业务收入来源仍有一定保障。但公司主要在建项目投资进度偏慢，且2021年末合计尚需投资9.03亿元，公司面临一定的资金压力。

表10 截至 2021 年末公司主要建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计已投资	是否签订代建协议
西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程	1.80	1.26	是
东城一品周边棚户区项目	1.47	0.86	是
智慧停车项目	5.54	1.74	否
西峡县惠民康复保健养老中心项目	8.85	4.78	否
合计	17.67	8.64	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司贸易和物流业务客户集中度很高，存在关联交易，且盈利能力很弱

公司的贸易业务由子公司成飞物流负责，成飞物流分别由公司和龙成集团持股51.02%和48.98%，经营模式为成飞物流从上游供应商采购货物，销售给下游客户，赚取差价。公司主要采取以销定购的模式，根据下游客户对贸易产品的需求，在签订销售合同的同时与货物供应商签订同等品种、数量的贸易采购合同，主要贸易品种包括燃料、煤、进口矿粉（矿石）以及原辅材料等。2021年公司贸易业务收入为42.77亿元，毛利率为0.42%，均较为稳定，但公司贸易业务盈利能力很弱。

公司贸易业务上游供应商主要包括浙江东南网架集团有限公司、山西阳光焦化集团股份有限公司以



及徐州徐工智联物流服务有限公司等公司；下游客户方面，以龙成集团及其关联公司为主，2021年前五大客户合计销售金额为42.06亿元，占当期贸易收入的98.34%。根据购销合同，下游客户到公司货场提货，货物运输费用由客户承担，货款每月结算一次。整体来看，公司贸易业务客户集中度很高，对单一客户的依赖性较强，不利于分散风险，且存在关联交易。

表11 公司主要贸易业务客户及供应商构成情况（单位：万元）

年份	前五大供应商	采购金额	前五大客户	销售金额
2021 年	浙江东南网架集团有限公司	188,450.41	河南龙成集团有限公司	369,267.42
	山西阳光焦化集团股份有限公司	70,664.33	河南龙燃再生资源有限公司	42,125.15
	陕西黄河物资销售有限责任公司	24,746.61	南阳汉冶特钢有限公司	7,639.86
	宝丰县洁石煤化有限公司	13,997.00	河北龙成煤综合利用有限公司	891.00
	济源市永盛选煤有限公司	9,756.81	河南龙成煤高效技术应用有限公司	646.66
	合计	307,615.15	合计	420,570.10
2020 年	浙江东南网架集团有限公司	106,902.95	河南龙成集团有限公司	323,579.67
	徐州徐工智联物流服务有限公司	56,495.31	南阳汉冶特钢有限公司	52,293.30
	山西阳光焦化集团股份有限公司	29,696.95	河北龙成煤综合利用有限公司	37,330.10
	陕西黄陵煤化工有限责任公司	19,630.90	西峡县冶金材料厂	3,710.95
	高平市全兴发展有限公司	11,236.64	西峡龙成铁料有限公司	3,200.01
	合计	223,962.75	合计	420,114.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流业务主要系成飞物流为龙成集团及其关联公司提供的物流服务，对单一客户依赖较强，物流服务涉及储存、运输、配送、咨询等全部业务，还包括订单管理、库存管理、供应商协调等在内的其他服务。具体收费标准依据不同的货物、不同的地点、不同的时间以及发货的紧急情况而定，基本与同行业收费标准持平，运输费以客户实际过磅重量（扣除损耗部分）计算，客户结算入账后一个月内，全额以电汇方式支付给公司。2021年公司物流业务收入为3.76亿元，同比下降33.86%，主要受龙成集团订单量下降影响；毛利率为2.49%，同比下降较多主要受油价上升影响。

供水及安装业务具有区域专营性，但2021年收入规模及毛利率降幅较大

公司子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，负责提供供水服务和配套的安装服务，并收取供水收入和安装收入。2021年公司供水及安装收入为0.42亿元，同比下降较多主要系上年安装工程收入较大所致；毛利率大幅下降，一是上年部分安转成本在本年核算，二是当年上游水源污染导致成本增加。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为西峡县最主要的基础设施建设主体，2021年公司继续获得财政补助1.68亿元，有效提升了公司利润水平。



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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2021年公司合并范围变化情况参见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以土地、工程施工项目、往来款和预付款项为主，其中往来款及预付款项对资金形成较大占用，资产流动性较弱

2021年末公司总资产为124.78亿元，同比下降1.49%，其中流动资产占比79.68%。

2021年末公司货币资金为3.02亿元，其中包含1.00亿元的银行大额存单，使用受限。2021年末公司应收账款账面价值为4.76亿元，其中对西峡县财政局的应收余额为4.12亿元，占比86.45%，系代建项目工程款，此外应收南阳汉冶特钢有限公司运费款0.52亿元。公司预付款项系预付的工程项目款和贸易货款，2021年末为13.22亿元，同比下降较多主要系预付西峡县财政局土地出让金转入其他非流动资产科目核算所致。公司其他应收款主要为往来款和借款构成，2021年末为12.39亿元，同比大幅增加，对资金形成较大占用；前五大应收对象合计应收余额为9.74亿元，占比75.46%，包括对南阳职业学院、西峡县宜居城镇建设投资有限公司、西峡县人民医院和西峡县财务开发公司等企业或事业单位的往来款以及对深圳源天创投股权投资有限公司（以下简称“源天创”）1.00亿元委托投资款，源天创实际控制人为洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

存货为公司最主要的资产，2021年末为65.42亿元，在总资产中占比52.43%；其中工程施工成本27.58亿元（含成飞置业房地产项目开发成本13.87亿元），土地使用权为35.66亿元，主要为商服用地和城镇住宅用地。若后续成飞置业不再纳入公司合并范围，公司存货规模将降低。

2021年末公司在建工程中有4.78亿元为西峡县惠民康复保健养老中心项目的投资成本。2021年末公司无形资产同比减少较多，主要系西峡县政府将7.51亿元的石门水库资产收回所致；根据《西峡县人民政府关于西峡县石门水库项目存量资产划转的批复》（西政文【2021】22号），西峡县政府将按水库资产账面价值予以补偿，相关款项已在当年支付；同时收回石门水库相关的房产，导致2021年末公司固定资产同比下降9.45%。截至2021年末，公司其他非流动资产为11.85亿元，包括白羽公园1.90亿元、未办证房产0.85亿元和预付的土地出让金9.09亿元，其中白羽公园为公益性资产。

截至2021年末，公司受限资产合计为9.44亿元，占总资产的7.56%，包括受限的货币资金1.00亿元、房产及土地1.73亿元、应收账款6.71亿元。

整体来看，公司资产主要以土地、工程施工项目、往来款和预付款项为主，其中往来款和预付款项



对公司资金形成较大占用，且存在部分受限资产，资产流动性仍较弱。

表12 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	3.02	2.42%	4.51	3.56%
应收账款	4.76	3.81%	3.19	2.52%
预付款项	13.22	10.60%	24.79	19.57%
其他应收款	12.39	9.93%	8.50	6.71%
存货	65.42	52.43%	60.41	47.69%
流动资产合计	99.43	79.68%	101.87	80.43%
固定资产	4.44	3.56%	4.91	3.87%
在建工程	5.52	4.42%	5.40	4.26%
无形资产	0.62	0.49%	8.09	6.38%
其他非流动资产	11.85	9.50%	3.76	2.97%
非流动资产合计	25.35	20.32%	24.79	19.57%
资产总计	124.78	100.00%	126.67	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

公司盈利能力很弱，政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入工程代建、贸易、物流和房地产销售等业务，其中贸易业务和物流业务均主要来自龙成集团及其关联公司，客户集中度风险很高，且贸易业务毛利率很低；作为西峡县最主要的基础设施建设主体，2021年末公司存货中扣除房地产项目成本后的工程施工成本为13.70亿元，短期内公司代建业务收入来源仍有一定保障，房地产业务方面，若后续成飞置业完成出售，公司将不再产生房地产销售收入，公司房地产业务持续性较弱。由于收入占比较大的贸易业务毛利率很低，公司整体毛利率不高，盈利能力很弱。2021年公司收现比为94.39%，同比有所上升。

2021年公司营业收入和销售毛利率下降，导致公司利润总额下降。2021年公司政府补助收入为1.68亿元，占利润总额的比重为198.08%，政府补助有效提升了公司利润水平。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	94.39%	77.68%
营业收入	52.88	53.73
营业利润	0.83	1.03
其他收益	1.68	1.32
利润总额	0.85	1.07
销售毛利率	2.19%	3.59%

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

公司总债务持续增长，偿债压力加大

截至2021年末，公司所有者权益为73.56亿元，同比增长3.31%，以实收资本和资本公积为主；总负债为51.22亿元，同比下降7.65%，综合影响下，2021年末公司产权比率降至69.62%，公司权益对负债的保障程度较好。

图 3 公司资本结构

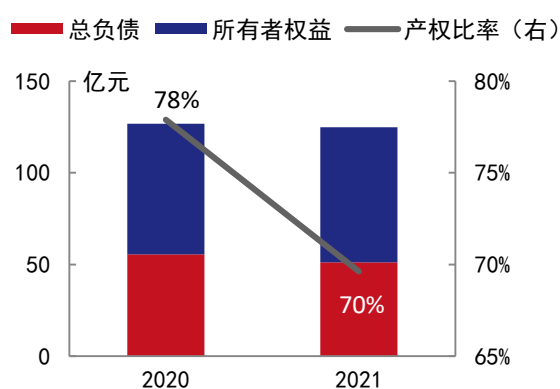
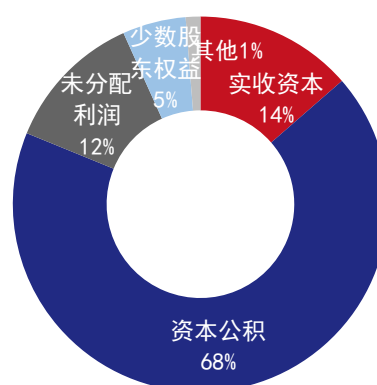


图 4 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，2021年末流动负债在总负债中占比64.37%。2021年末公司短期借款为4.73亿元，均为保证借款。2021年末公司应付账款有所下降，主要系暂估入账的货款减少所致；应付龙成集团工程款1.23亿元，系成飞置业产生。2021年末公司合同负债均为成飞置业的预收房款，2020年末该类款项在预收款项科目核算。2021年末公司其他应付款为17.77亿元，其中应付西峡县丰源商贸有限公司及龙成集团往来款分别为2.63亿元和1.46亿元，应付西峡县自然资源局土地出让金2.37亿元。2021年末公司一年内到期的非流动负债为2.01亿元，其中一年内到期的融资租赁款0.86亿元。

2021年末公司长期借款为5.20亿元，其中保证借款2.94亿元、信用借款0.95亿元。2021年末公司应付债券为12.39亿元，包括“19西峡债”和“20西峡01”。2021年末公司长期应付款为0.48亿元，其中中汇发融资租赁（深圳）有限公司的融资租赁款为0.25亿元。

表14 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
短期借款	4.73	9.24%	2.94	5.30%
应付账款	4.03	7.88%	7.53	13.58%
预收款项	0.08	0.15%	3.34	6.01%

合同负债	2.06	4.01%	0.00	0.00%
其他应付款	17.77	34.70%	19.42	35.02%
一年内到期的非流动负债	2.01	3.93%	1.98	3.57%
流动负债合计	32.97	64.37%	37.36	67.36%
长期借款	5.20	10.16%	3.78	6.81%
应付债券	12.39	24.19%	12.33	22.22%
长期应付款	0.48	0.93%	1.95	3.52%
非流动负债合计	18.25	35.63%	18.10	32.64%
负债合计	51.22	100.00%	55.46	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司总债务为24.58亿元，占总负债的比重为48.00%，同比增长8.09%；其中短期债务为6.74亿元，占总债务的27.44%。

图 5 公司债务占负债比重

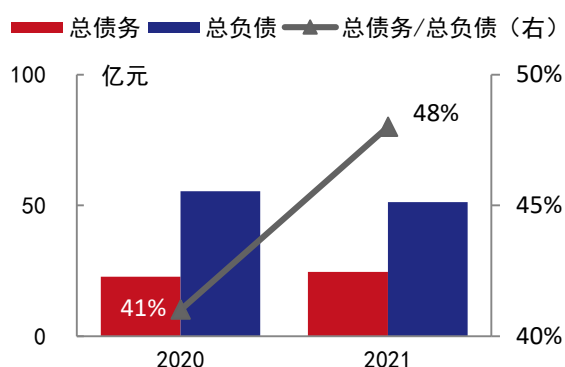
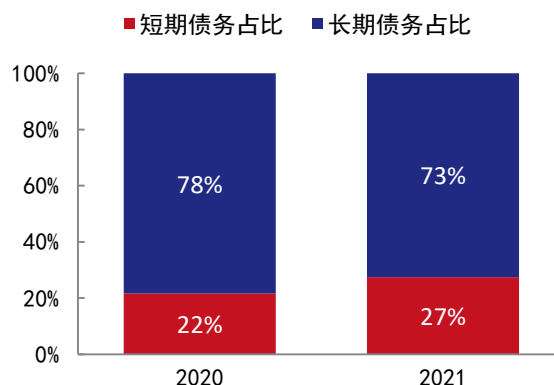


图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末资产负债率为41.04%，同比下降2.74个百分点。由于现金类资产减少和债务规模的增加，2021年末公司现金短期债务比降至0.45，同期公司EBITDA利息保障倍数降至0.87，公司偿债压力加大。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	41.04%	43.78%
现金短期债务比	0.45	0.92
EBITDA 利息保障倍数	0.87	1.30

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5月12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；公司公开发行的各类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

截至2021年末，公司对外担保金额为9.68亿元，占期末所有者权益的比重为13.16%，担保对象主要为西峡县及南阳市国有企业和事业单位，但由于均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

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	是否有反担保
西峡县人民医院	870.98	否
河南省宜居龙乡实业有限公司	17,428.00	否
南阳交通建设投资有限公司	49,525.93	否
河南省中州公路工程有限公司	3,375.00	否
南阳职业学院	12,165.01	否
乡镇卫生院	6,537.50	否
南阳职业学院	3,400.00	否
西峡县人民医院	3,500.00	否
合计	96,802.42	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司是西峡县最主要的基础设施建设主体，主要负责城市基础设施项目建设、供水、贸易及物流等业务，近年公司代建收入较为稳定，且2021年末公司存货中代建项目施工成本规模较大，短期内公司代建业务收入来源仍有一定保障，子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，公司供水及安装业务具有区域专营性，同时，近年西峡县人民政府在资产注入、财政补贴方面给予公司大力支持，且作为西峡县目前唯一的发债主体，公司有望持续获得较大力度的外部支持。但同时需要注意的是，2021年公司营业收入中贸易和物流收入合计占比为89.05%，该两类业务客户集中度很高，盈利能力很弱，导致公司整体毛利率不高，且近年公司总债务持续增长，主要偿债指标弱化，偿债压力加大，资产以土地、工程施工项目、往来款和预付款项为主，流动性较弱，综合来看，公司抗风险能力尚可。

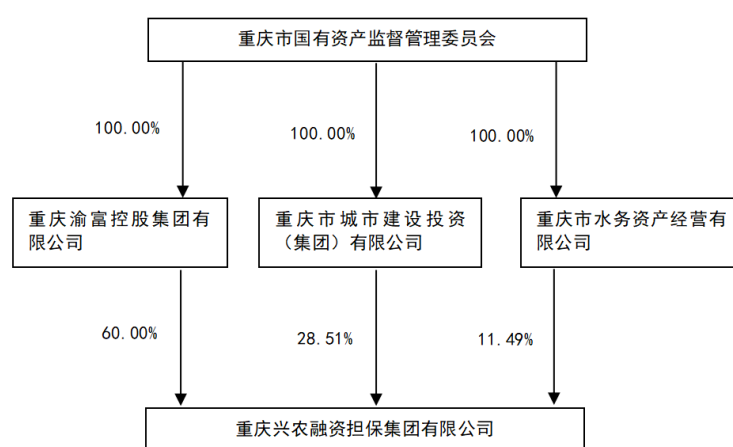
九、债券偿还保障分析

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，担保范围包括本期债券本金及对应利息，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，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

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。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”）。

图 7 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17 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18 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
当期代偿金额	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，当期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19 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。

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。

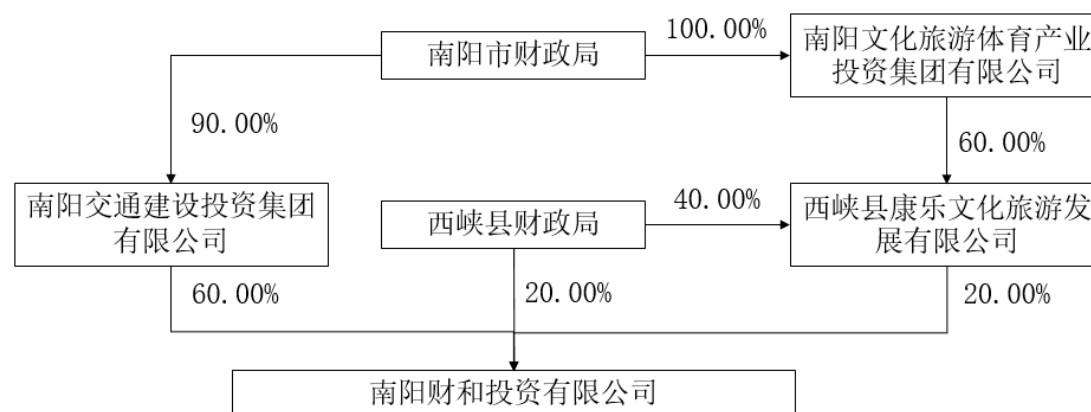


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	3.02	4.51	3.66
预付款项	13.22	24.79	10.93
其他应收款	12.39	8.50	10.49
存货	65.42	60.41	49.63
流动资产合计	99.43	101.87	76.21
其他非流动资产	11.85	3.76	3.76
非流动资产合计	25.35	24.79	22.65
资产总计	124.78	126.67	98.85
短期借款	4.73	2.94	2.02
应付账款	4.03	7.53	5.60
其他应付款	17.77	19.42	5.95
一年内到期的非流动负债	2.01	1.98	2.83
流动负债合计	32.97	37.36	21.03
长期借款	5.20	3.78	2.62
应付债券	12.39	12.33	7.41
长期应付款	0.48	1.95	1.28
非流动负债合计	18.25	18.10	11.31
负债合计	51.22	55.46	32.34
总债务	24.58	22.74	18.43
营业收入	52.88	53.73	49.33
所有者权益	73.56	71.21	66.52
营业利润	0.83	1.03	1.50
其他收益	1.68	1.32	1.24
利润总额	0.85	1.07	1.51
经营活动产生的现金流量净额	-1.97	3.62	-1.05
投资活动产生的现金流量净额	-1.75	-8.90	-0.82
筹资活动产生的现金流量净额	2.22	7.63	1.25
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	2.19%	3.59%	2.77%
收现比	94.39%	77.68%	102.41%
资产负债率	41.04%	43.78%	32.71%
现金短期债务比	0.45	0.92	0.50
EBITDA（亿元）	2.39	2.74	2.66
EBITDA 利息保障倍数	0.87	1.30	2.00

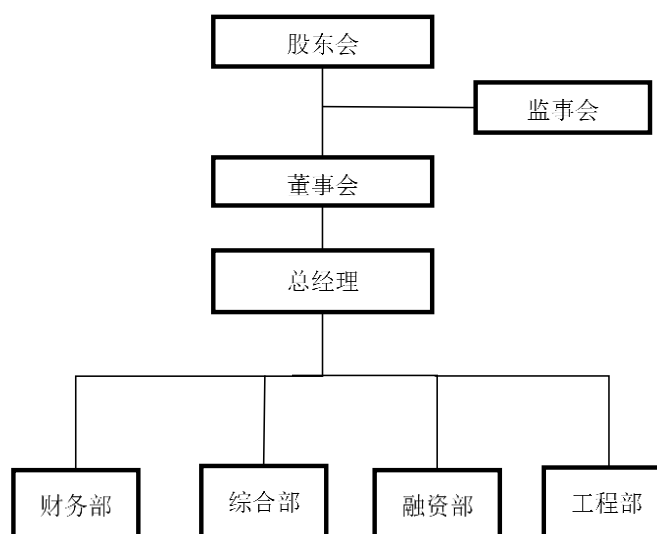
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
西峡县自来水公司	100.00%	自来水供应、水管安装等
西峡县石门水库开发有限公司	100.00%	防洪灌溉、水资源开发等
西峡县康乐文化旅游发展有限公司	100.00%	旅游资源开发等
西峡县财和科教产业发展有限公司	51.00%	职业学院基础设施建设等
河南成飞物流有限公司	51.02%	道路普通货物运输等
南阳财和文化传媒有限公司	100.00%	广告设计、制作等
西峡县财和城乡建设开发有限公司	100.00%	城乡基础设施建设等
西峡县惠民养老服务有限公司	100.00%	老年人、残疾人服务
西峡恐龙遗迹园旅游有限公司	51.19%	旅游娱乐项目等
河南龙成成飞置业有限公司	51.02%	房地产开发与销售

资料来源：公司 2021 年审计报告，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。