



# 2021年第一期广宁县汇业资产运营有限公司公司债券(品种一)2023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。

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：

# 2021年第一期广宁县汇业资产运营有限公司公司债券(品种一)2023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
21 广宁 01/21 广宁债 01	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广宁县汇业资产运营有限公司（以下简称“广宁汇业”或“公司”）仍是广宁县重要的基础设施建设和运营主体，基础设施工程建设业务可持续性较好，近年业务收入规模持续增加，且公司持续获得较大力度的外部支持，广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“粤财担保”）提供的保证担保仍能有效提升“21 广宁 01/21 广宁债 01”（以下简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元关注到，公司资产整体流动性较差，应收款项回收时间存在不确定性，财务杠杆水平上升明显，短期债务偿还压力加大，且存在一定的流动性缺口。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司预计在较长一段时间内，仍将作为广宁县重要的基础设施建设和运营主体，将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年06月26日

## 联系方式

**项目负责人：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员：**朱小万  
zhuxw@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	2022	2021	2020
总资产	58.96	52.67	44.85
所有者权益	44.21	43.58	39.71
总债务	10.06	7.14	3.18
资产负债率	25.00%	17.25%	11.47%
现金短期债务比	0.42	1.52	3.65
营业收入	7.97	4.86	3.22
其他收益	0.52	0.75	1.16
利润总额	1.01	1.60	1.92
销售毛利率	11.61%	8.96%	14.42%
EBITDA	1.42	1.80	2.30
EBITDA 利息保障倍数	3.91	5.47	6.35
经营活动现金流净额	1.37	-2.18	1.58

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司是广宁县重要的基础设施建设和运营主体，工程建设业务持续性较好。**广宁县为广东省肇庆市下辖县，是珠三角连接大西南的重要通道，区域仍有一定发展空间，为公司业务发展提供良好基础。2022 年公司营业收入规模增至 7.97 亿元，同比增加 63.99%，工程建设业务和贸易业务仍为公司营业收入的主要来源，工程建设业务新增咨询管理板块，该项业务毛利率有所上升，公司已投资待结算项目规模相对较大，工程建设业务具有较好的可持续性。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**财政补贴方面，2022 年公司获得广宁县政府给予的财政补贴 0.52 亿元，占同期公司利润总额的 51.49%，对公司盈利能力形成了有效支撑，基于公司区域内重要职能定位，公司有望持续获得当地政府的外部支持。
- **粤财担保提供的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，粤财担保主体信用等级为 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仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产整体流动性较差，应收款项回收时间存在不确定性。**2022 年末存货、应收款项占公司资产比重较大，存货主要以工程施工成本为主，应收款项规模增速较快且相关款项回收时间存在一定不确定性，公司沉淀资金较多。
- **公司短期债务偿还压力及资金压力加大。**2022 年末公司负债规模同比增幅较大，较 2021 年末增加 62.33%，短期债务占总债务比重有所提升，现金类资产未能对短期债务形成有效覆盖，EBITDA 利息保障倍数亦存在一定下滑，2022 年末公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

## 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA-

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

- 公司是广宁县重要的基础设施建设和运营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广宁县政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现在公司与广宁县政府的联系非常紧密以及对广宁县政府非常重要。同时，中证鹏元认为广宁县政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

## 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/21广 宁 01/21广 宁债 01	2022-06-26	汪永乐、邹火雄	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (py_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AAA/21广 宁 01/21广 宁债 01	2021-5-12	汪永乐、鄧宇鸿	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (py_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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
21广宁 01/21 广宁债 01	2.00	2.00	2022-06-26	2028-06-16

## 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2021年6月发行7年期2亿元“21广宁01/21广宁债01”，募集资金计划用于广宁县产业集聚区标准厂房及配套综合开发建设项目和补充公司流动资金。截至2023年05月30日，本期债券募集资金专项账户余额为187,027.75元。

## 三、发行主体概况

2022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2022年末，公司注册资本仍为55,400.00万元，实收资本仍为41,789.34万元，广宁县国有资产监督管理局（以下简称“广宁县国资局”）仍为公司唯一股东及实际控制人。

公司主要负责广宁县基础设施建设、标准厂房建设、土地整理、木材检测、房屋出租等业务，业务范围集中在广宁县，目前为广宁县唯一的发债平台。2022年公司合并范围内新增1家子公司，见表10，合并范围内子公司共9家，详见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基

调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及

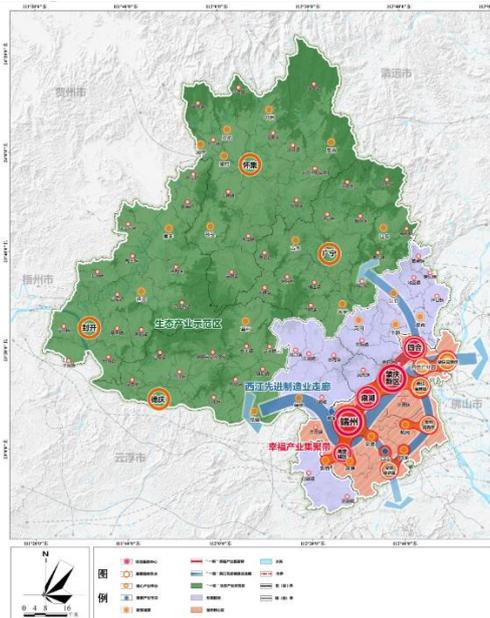
其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

广宁县是珠三角连接大西南的重要通道，是典型的山区县，产业以农业、传统制造业为主，近年区域经济保持增长，但整体经济和财政实力较弱，粤港澳大湾区战略的逐步实施利好当地产业升级

**区位特征：**广宁县为广东省肇庆市下辖县，是珠三角连接大西南的重要通道，拥有丰富的林木资源和矿产资源。广宁县位于肇庆市中西部，东邻四会市、清远市清新县，南与高要区、德庆县接壤，西与怀集县交界，北靠清远市阳山县。广宁县是“八山一水一分田”的典型山区县，交通设施建设相对滞后，边远乡镇道路通行能力差，近年交通网络逐渐优化。全县森林覆盖率达 83%，是全国“竹子之乡”、广东省重点林区、首批林业生态县和珠三角现代林业发展示范县，拥有省级造纸产业基地和全省唯一一个国家级竹海森林公园。此外，全县属粤西偏北花岗伟晶成矿带，矿产资源丰富，金属矿主要有钽铌矿、金矿、锡矿、稀土矿、铍矿，非金属矿有广绿玉、花岗岩、高岭土、黏土、滑石、石英等，其中出产于广宁西南部的广绿玉是中国五大名石之一，2013 年广绿玉获得国家地理标志产品保护。广宁县行政区域面积 2,455 平方公里，辖 1 个街道、14 个镇，根据第七次人口普查数据，截至 2020 年 11 月 1 日零时，全县常住人口为 40.81 万人，较 2010 年的 42.41 万人有所减少。

图 1 肇庆市“一带一廊一区”总体布局图



资料来源：《肇庆市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

**经济发展水平：**广宁县整体经济实力较弱，在肇庆市下辖十个区县（市）中排名中等，近年固定资产投资对当地经济发展贡献突出但存在较大波动。2022 年广宁县地区生产总值（GDP）在肇庆市十个区县（市）中排第六位，经济总量较小，人均 GDP 仅占全国人均 GDP 的比重 51.56%，在全市所有区

县（市）中排名中等。受益于持续推进农业现代化转型，广宁县逐步形成“1+3+6”产业集群发展模式，2022年广宁县农业经济高位增长，牧业拉动效应较大，2022年广宁县第一产业增加值61.35亿元，同比增长9.0%，其中牧业产值达23.78亿元，拉高GDP3个百分点，对经济增长贡献较大。2020年及2021年固定资产投资对广宁县经济发展贡献较为突出，但由于房产市场低迷等因素影响，2022年广宁县固定资产投资同比下滑9%，一定程度上拉低了全县的经济增速。

**表1 2022年肇庆市主要下属区县（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
高要区	542.12	3.5	7.31	28.2	--
四会市	483.66	2.5	9.14	26.96	--
端州区	468.92	-1.6	7.68	11.16	6.96
怀集县	294.68	3.6	3.67	7.39	6.62
肇庆高新技术 产业开发区	259.88	2.5	22.19	8.53	--
<b>广宁县</b>	<b>180.58</b>	<b>2.3</b>	<b>4.52</b>	<b>7.94</b>	<b>3.41</b>
鼎湖区	153.29	2.8	7.28	8.15	--

注：1、高要区和广宁县人均GDP根据第七次人口普查数据计算，其余区县人均GDP根据2021年末常住人口数计算；2、“--”表示该数据未公开披露。

资料来源：各区县政府工作报告、政府网站，中证鹏元整理

**表2 广宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	180.58	2.3%	176.80	8.3%	159.28	0.2%
固定资产投资	83.12	-9.0%	--	10.4%	82.73	13.2%
社会消费品零售总额	49.50	0.1%	49.48	6.9%	46.28	-7.6%
进出口总额	5.97	--	--	--	4.95	--
人均 GDP（元）	45,168		43,343		38,969	
人均 GDP/全国人均 GDP	51.56%		53.50%		53.79%	

注：1、2022年人均GDP根据广宁县第七次人口普查常住人口（40.81万人）概算；2、“--”表示该数据未公开披露。

资料来源：广宁县人民政府关于印发广宁县2020年国民经济和社会发展规划主要经济指标的通知、2020年和2021年1-12月肇庆宏观监测月报、2021年肇庆统计年鉴、2022年1-12月广宁县主要经济指标情况，中证鹏元整理

**产业情况：**广宁县初步形成以生猪、肉鸽、油茶和蔬菜四大产业为主导的农业体系，第二产业占比不高，近年加速林浆纸、陶瓷、食品加工、金属加工等传统制造业转型升级，产业结构亟待优化。从产业构成来看，广宁县三次产业结构由2020年的29.2:34.8:36.0调整为2022年的34:30.1:35.9，第一产业占比有所提升，二、三产业占比有所下降，产业结构优化任务重。广宁县坚持农业农村优先发展的总方针，大力发展现代农业，逐步形成“1+3+6”产业集群发展模式，即一个粤港澳大湾区“菜篮子”产品肇庆配送中心，生猪、肉鸽、油茶三大省级现代农业产业园，以及油茶、肉鸽、生猪、茶叶、竹子、特色蔬菜六个特色产业，其中，“广宁肉鸽”已通过全国名特优新产品公示，2022年广宁县全年完成农林牧渔业总产值91.57亿元，同比增速12.52%。

工业方面，近年广宁县加速林浆纸、陶瓷、食品加工、金属加工等传统制造业转型升级，并积极布局先进制造业，打造了一批专业特色化园区，包括官步高新工业园、竹子产业园、高新工业园、江积工业园、华南再生资源产业园、太和工业园、石涧工业园等，以壮大发展新材料产业，培育发展生物医药、电子信息、智能制造产业，同时丰富食品加工种类、壮大食品加工规模，提升竹子精深加工产品附加值和技术含量，引导新型建材、金属加工产业提质增效发展，在承接粤港澳大湾区中心城市产业转移的同时逐步落实当地工业占据主导地位的产业结构调整目标。但园区内先进装备制造、新材料等产业还在起步阶段，技术先进、附加值高、辐射带动力强的龙头企业较少，产业集聚创新能力不强。

**发展规划及机遇：**肇庆市全域被纳入粤港澳大湾区，根据《肇庆市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，肇庆市对广宁县“十四五”期间的产业定位是做优做强建筑材料、金属加工（结构性金属制品）及当地特色造纸产业，功能定位是服务粤港澳大湾区的现代农业示范基地、粤港澳大湾区山水竹林宜居城。随着粤港澳大湾区的建设推进，广宁县在产业升级、生态整治、文旅康养等方面具有较大的发展空间。

**财政及债务水平：**近年广宁县财政收入水平处于低位，财政自给率很低，税源基础薄弱，地方政府债务余额增长较快。近三年广宁县一般公共预算收入保持增长，但仍处于低水平，财政自给率很低。广宁县一般公共预算收入税收占比较低，政府性基金预算收入规模较小，且较为依赖土地出让收入。

**表3 广宁县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	7.94	7.17	5.92
税收收入占比	33.12%	--	52.09%
财政自给率	22.83%	20.76%	16.99%
政府性基金预算收入	3.41	--	2.44
地方政府债务余额	47.13	--	25.23

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：2020 年广宁县政府决算公开、2021 年 1-12 月肇庆宏观监测月报、2023 年广宁县政府预算公开，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍是广宁县重要的基础设施建设和运营主体，营业收入主要来源于工程建设和贸易业务，工程建设业务持续性较好，受益于上述业务扩张，2022 年公司营业收入有所增长销售毛利率亦有所提升

公司负责广宁县重大工程项目建设、物业租赁及管理等业务。2022 年公司主要收入来源仍为工程建设和贸易业务，受益于上述两项业务规模持续扩张，公司营业收入规模同比增加 63.99% 至 7.97 亿元。毛利率方面，公司整体毛利率水平有所上升，主要系工程建设业务盈利能力有所提升所致。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）**

项目	2022 年	2021 年
----	--------	--------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	42,718.11	53.62	17.06	25,139.13	51.70	11.59
租金、物业管理业务	1,788.48	2.24	79.84	1,356.38	2.79	96.71
贸易	34,759.72	43.63	0.48	21,990.04	45.23	0.04
其他	405.66	0.51	90.74	137.63	0.28	89.12
<b>合计</b>	<b>79,671.97</b>	<b>100.00</b>	<b>11.61</b>	<b>48,623.18</b>	<b>100.00</b>	<b>8.96</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）工程建设业务

2022年公司工程代建业务收入受项目结算安排和建设进度的影响较大，由于新增咨询管理板块业务，工程建设业务整体毛利率水平有所上升，业务可持续性较好，但后续在建项目投资存在较大的资金压力

公司工程建设业务包括项目代建及咨询服务。项目代建具体模式为：广宁县政府部门将项目委托公司代建并签订《建设项目委托代建合同》，项目建设资金由公司自行筹集，项目完工验收后交由业主方接管，业主方在项目总概算基础上按照一定的加成比例作为代建管理费与公司结算。公司根据工程进度结算单金额确认收入，并结转建设成本，结算金额具体支付期限和方式另行商定。2022年公司新增咨询服务板块，主要由子公司广宁县宏宁国有资本投资有限公司（以下简称“广宁宏宁”）负责，具体运营模式为：广宁宏宁与委托方（工程施工公司）签订咨询服务合同，广宁宏宁根据咨询合同内容为委托方提供施工有关的技术、造价咨询服务和施工过程中的技术指导方案，咨询服务费用为对应工程建安费用合同价的5%-10%（含税）不等，最终结算金额根据项目实际最终结算进行调整，款项支付方式分为以工作进度转账支付和一次性支付两类。咨询服务业务对应项目均为投资规模较小的市政建设项目，公司不涉及建设资金的筹措及投入，业务运营过程中仅增加人工成本，故业务毛利率水平较高，由于新增咨询管理板块业务利润水平较高，公司工程建设业务盈利水平有所上升。

**表5 2022年公司工程建设成本及收入明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入	确认成本
广宁县五一老旧小区-德胜街排污整治工程	2,166.26	1,779.31
广宁县县城圣堂老旧小区改造项目（二期）施工	769.06	657.90
广宁县污水处理厂一期提标扩容改造工程	1,831.46	1,543.01
广宁县县城五一老旧小区改造项目（三期）	822.42	682.72
广宁县圣堂老旧小区-圣堂排渠整治工程	4,433.34	3,665.08
广宁县县城五一老旧小区改造项目（基础设施配套）	1,482.90	1,252.14
广宁县聚和小学及市政道路用地置换地（置入）平整土地工程	200.02	177.13
广宁县南街街道城南村委会巷口第七村民小组征地利留地平整土地工程	381.35	328.67
广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业聚集发展区（江积园区）开发项目-A区土地平整工程项目	4,439.60	3,719.51
古水河旅游基础设施建设项目	1,382.77	1,137.88

广宁县全域旅游基础及配套设施建设项目	1,412.80	1,177.96
广宁县绥江两岸农村人居环境综合整治开发项目（横山片区）	2,876.08	2,414.75
广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区（高新工业园二期）开发项目	7,592.57	6,182.10
国道 G355 线广宁中华至水声岭改线工程	892.02	749.15
广宁县城南老旧小区改造项目	2,523.54	2,120.55
广宁县人民医院升级建设项目	991.78	820.29
广宁县县城五一老旧小区改造项目	1,736.63	1,444.60
县人武部新营院项目工程	1,807.45	1,522.97
广宁县供水保障和水资源保护利用项目	4,976.05	4,055.23
<b>合计</b>	<b>42,718.11</b>	<b>35,430.95</b>

注：上表中合计数存在的略微差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于 2022 年公司确认收入项目较多，公司工程建设业务收入规模较 2021 年有较大幅度的增加，主要源于广宁县圣堂老旧小区-圣堂排渠整治工程、广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区（高新工业园二期）开发项目等，公司待结算项目规模相对较大，工程建设业务具有较好的可持续性。

截至2022年末，公司投资金额较大的项目包括广宁县产业集聚区标准厂房及配套综合开发建设项目（本期债券募投项目）和广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区土地平整项目，主要是自营项目。其中广宁县产业集聚区标准厂房及配套综合开发建设项目后期主要依靠标准厂房的租售及配套设施的出租实现收益，截至本报告出具日，上述项目部分已出租并实现相应收入。广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区土地平整项目土地平整后，预计将建设标准厂房，通过出租或出售厂房以及收取污水处理、物业管理、车位出租等相关费用实现收入。

截至2022年末，公司主要在建项目总投资14.07亿元，已投资4.18亿元，尚需投资9.88亿元，业务持续性较好，但存在较大的资金支出压力。

**表6 截至 2022 年 12 月 31 日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	尚需投资
广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区土地平整项目	40,577.48	33,103.93	7,473.55
广宁县产业集聚区标准厂房及配套综合开发建设项目（本期债券募投项目）	100,089.92	8,743.6	91,346.32
<b>合计</b>	<b>140,667.40</b>	<b>41,847.53</b>	<b>98,819.87</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）租赁及物业管理业务

### 租金、物业管理收入是公司营业利润的重要补充

公司用于出租的物业主要通过股东转让收益权和自建等方式获取。受厂房、其他商业和商铺出租率

下降影响，2022年公司实现租金及物业管理收入1,788.48万元，公司租赁物业采用公允价值入账，主要成本为人工、管理费。

截至2022年末，公司租赁物业可出租面积仍合计为28.02万平方米，主要由商铺、厂房及其他商业物业构成。其中，厂房租赁面积仍为18.26万平方米，占总出租物业面积比重较大，主要包括广宁县横山镇高新工业园二期厂房及广宁县横山镇荔洞曾宽村委会地段厂房等。考虑到公司自建物业将陆续完工，公司可供租赁物业面积有望增加。

**表7 2022年公司租金、物业管理收入情况（单位：万平方米、万元）**

物业形态	面积	出租率	金额
厂房	18.26	53.29%	560.94
其他商业	1.1	86.13%	405.66
商铺	8.66	89.78%	821.88
<b>合计</b>	<b>28.02</b>	<b>76.40%</b>	<b>1,788.48</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）贸易业务

**2022年公司贸易业务规模保持较快扩张速度，为营业收入重要来源，但利润水平仍很低，且客户集中度高**

贸易业务由公司本部负责，主要围绕有色金属、水泥贸易开展，采购和销售结算主要采取现金结算模式。2022年公司贸易业务营业收入为3.48亿元，占总营业收入比重43.63%，但毛利率较低仅为0.48%，利润贡献有限。

**表8 2022年公司贸易业务收入情况（单位：万元）**

贸易品种	销售收入	占比
电解铜	11,840.47	34.06%
铝	20,964.87	60.31%
水泥	1,825.94	5.25%
物资受托采购	128.44	0.37%
<b>合计</b>	<b>34,759.72</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

2022年公司贸易业务客户集中度有所提升，且客户结构也有一定变化，公司贸易业务最大客户为肇庆新区投资发展有限公司（以下简称“肇庆新区投资”），肇庆新区投资为肇庆新区管理委员会下属国有企业，其销售金额占比为98.00%；其余前五大客户均为民营企业，需关注款项回收、货物交付等相关贸易纠纷存在的可能性。

**表9 2022年公司贸易业务前五大客户（单位：万元）**

前五大客户	销售金额（含税）	占比
肇庆新区投资发展有限公司	23,692.00	62.63%

靖旻（上海）金属材料有限公司	7,779.00	20.56%
广州夏特贸易有限公司	2,511.79	6.64%
广东金翰金属有限公司	1,633.44	4.32%
广州越融能源有限公司	1,453.70	3.84%
<b>合计</b>	<b>37,069.93</b>	<b>98.00%</b>

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增子公司1家，无减少子公司，截至2022年末，公司合并报表范围内子公司共9家，详见附录四。

**表10 2022年新增子公司情况**

子公司名称	设立时间	注册资本	设立方式
广宁县恒丰农业投资有限公司	2022/10/9	100 万元	投资设立

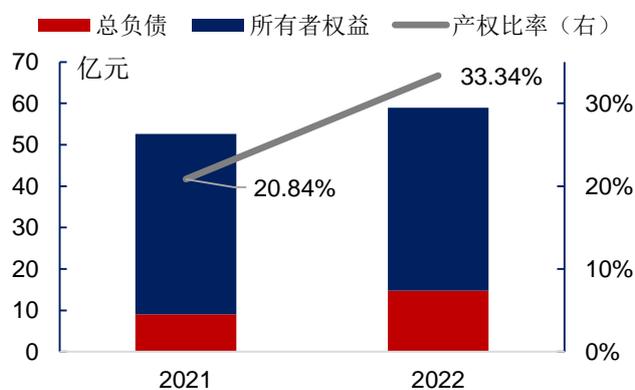
资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

公司资产规模保持增长，以应收款项、存货以及投资性房地产为主，应收款项增速较快且回收时间存在不确定性，公司资产整体流动性较差

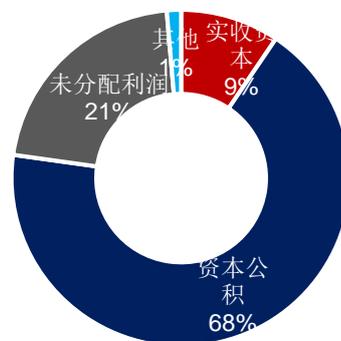
2022年末公司所有者权益仍以资本公积为主要构成，所有者权益小幅增至44.21亿元，受融资力度加大和往来款项增多等因素影响，公司负债规模较大2021年末增加62.33%，同时产权比率升至33.34%，但所有者权益对负债的保障力度仍较好。

**图 2 公司资本结构**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3 2022 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模同比有所增加，主要由应收款项、存货以及投资性房地产构成，增量主要源于应收款项规模扩大。公司应收账款主要为代建项目工程款，由于公司部分代建项目完工结转，2022年末公司应收账款增至7.17亿元，欠款方主要为广宁县财政局、广宁县代建管理中心以及广宁县土地储备中心等政府相关单位，上述款项回收时间存在一定不确定性；2022年末公司其他应收款也保持较快增速，前五大欠款方包含广宁县宏广建设投资有限公司（以下简称“广宁广建投资”）以及广宁县人民医院等政府相关单位，其中广宁广建投资应付公司5.62亿元，性质为拆借款，广宁广建投资同为广宁县县属国企，款项回收风险可控，但款项回收时间存在一定不确定性，公司应收款项规模较大且增速较快，对公司运营资金形成较明显占用。公司存货仍以工程施工成本构成，规模相对稳定，包含广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区（高新工业园二期）开发项目、广宁县县级公立医院（人民医院）升级改造工程项目等，仍为公司重要资产构成。2022年末公司投资性房地产规模同比小幅增加，主要系公司购置土地使用权所致，仍主要由土地使用权（10.60亿元）和房屋及建筑物（6.47亿元）构成，其中4.42亿元房产及土地使用权未办妥产权证，投资性房地产中10.53亿元土地及房产因抵押担保受限。

其他资产方面，2022年末货币资金规模为1.57亿元，其中1.02亿元因作为保证金及募集资金监管账户资金受限。公司固定资产规模较小，主要为通用设备和运输工具等。在建工程主要由广宁县依托肇庆大旺产业转移工业园带动产业集聚发展区土地平整项目、菜篮子工程等构成。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.57	2.66%	1.66	3.15%
应收账款	7.17	12.16%	5.43	10.31%
其他应收款	9.62	16.31%	5.86	11.12%
存货	16.37	27.77%	16.40	31.13%
<b>流动资产合计</b>	<b>35.40</b>	<b>60.04%</b>	<b>29.53</b>	<b>56.06%</b>
固定资产	0.02	0.04%	0.02	0.04%
投资性房地产	17.06	28.94%	16.82	31.94%
在建工程	4.46	7.57%	4.30	8.17%
<b>非流动资产合计</b>	<b>23.56</b>	<b>39.96%</b>	<b>23.14</b>	<b>43.94%</b>
<b>资产总计</b>	<b>58.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>52.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

工程建设和贸易业务是公司营业收入的主要来源，工程建设业务毛利率上升带动公司业务整体盈利水平提升，但仍处于较低水平，政府补贴为公司整体盈利能力形成有效支撑

2022年公司营业收入仍主要来源于工程建设和贸易业务，随上述两项业务收入规模继续扩大，公司营业收入规模保持增长。毛利率方面，工程建设业务是公司营业利润的主要来源，2022年公司工程建设

业务毛利率水平有所上升导致公司业务整体盈利能力同比上升，贸易业务虽收入规模较大但盈利能力较差削弱了公司整体盈利能力，公司业务整体盈利能力仍不强。财政补贴方面，2022年公司获得广宁县政府给予的财政补贴0.52亿元，占同期公司利润总额的51.49%，对公司盈利能力形成了有效支撑，基于公司区域内重要职能定位，公司有望持续获得当地政府的外部支持。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	7.97	4.86
营业利润	1.00	1.60
其他收益	0.52	0.75
利润总额	1.01	1.60
销售毛利率	11.61%	8.96%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

公司总债务有所上升，短期债务占比持续增加且债务偿付指标表现有所削弱，公司面临短期偿债压力上升

2022年末公司负债仍主要由刚性债务构成，总负债规模同比增长62.33%，增量主要为应付款项。公司总债务保持较快增速，2022年末为10.06亿元，主要融资渠道仍为银行借款和债券融资，其中银行借款主要为抵押、信用借款，应付债券为本期债券，长短期债务比约为6:4，短期债务占总债务比重有所提升，公司短期偿债压力有所上升。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.40	2.71%	0.30	3.30%
应付账款	0.63	4.31%	0.02	0.18%
应付票据	2.27	15.42%	0.50	5.50%
其他应付款	1.31	8.89%	0.14	1.49%
一年内到期的非流动负债	1.05	7.10%	0.30	3.25%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.04</b>	<b>47.73%</b>	<b>1.72</b>	<b>18.92%</b>
长期借款	4.35	29.54%	4.06	44.69%
应付债券	1.99	13.49%	1.98	21.84%
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.70</b>	<b>52.27%</b>	<b>7.36</b>	<b>81.08%</b>
<b>负债合计</b>	<b>14.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.08</b>	<b>100.00%</b>
总债务	10.06	68.26%	7.14	78.59%
其中：短期债务	3.72	25.23%	1.10	12.06%
长期债务	6.34	43.02%	6.04	66.53%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债规模扩张较快，2022年末资产负债率增至25%，但仍处于较低水平；现金短期债务比随之下滑至较低水平，现金类资产未能对短期债务形成有效覆盖，EBITDA利息保障倍数亦存在一定下滑，但EBITDA对利息偿付有较好的保证。

公司流动性需求主要以在建项目投资和存量债务偿付为主，2022年末公司在建项目尚需投资规模较大且债务规模扩张较快，后续公司或仍需通过外部融资以满足公司流动性需求。截至2022年末，公司银行授信额度合计11.82亿元，未使用授信额度3.56亿元，备用流动性一般，但考虑到公司区域职能定位明确且已通过债券发行融资，预计公司未来融资渠道将会保持通畅。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	25.00%	17.25%
现金短期债务比	0.42	1.52
EBITDA 利息保障倍数	3.91	5.47

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，公司内部控制体系与治理结构有待进一步优化

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司 2022 年未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《行政处罚情况说明》，最近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司不设股东会，公司唯一股东为广宁县国资局，行使股东职权。公司设董事会，董事会成员为 3 人，其中股东代表董事 2 人，由国有资产监督管理机构委派产生，职工代表董事 1 人，由公司职工代表大会选举产生；近年来未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年12月31日至报告查询日（2023年3月28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。

## 八、外部特殊支持分析

公司是广宁县政府下属重要企业，广宁县国资局是公司的实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广宁县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与广宁县政府的联系非常紧密。广宁县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对的影响力；公司的业务基本来源于当地政府及相关单位；近年公司受到广宁县政府较大力度的外部支持，且未来公司与广宁县政府关系将保持稳定。

(2) 公司对广宁县政府非常重要。公司以提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务为主，可替代性一般，公司在税收、就业和基础设施建设等方面对当地政府贡献很大，如果公司发生债务违约将会对广宁县的金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

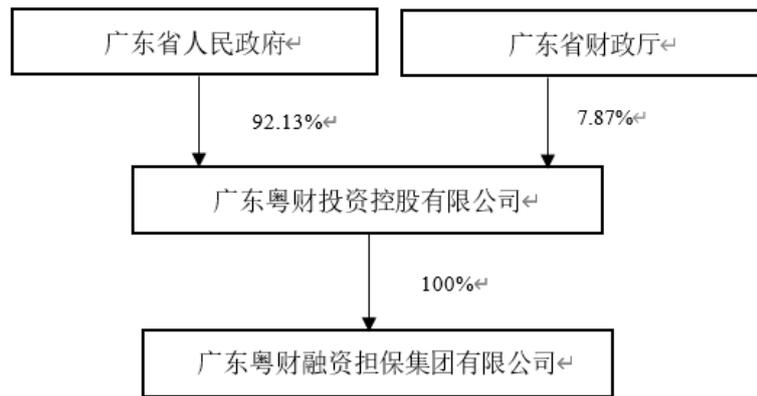
## 九、债券偿还保障分析

**粤财担保综合实力极强，其提供的全额无条件不可撤销连带保证责任担保仍可有效提升本期债券的信用水平**

本期债券由粤财担保提供的全额无条件不可撤销连带保证责任担保，担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为本期债券品种一的存续期间及债券到期之日起两年。经国家发展和改革委员会批准，本期债券的利率、期限、还本付息方式等发生变更时，担保人继续承担对本期债券的保证责任，但相关变更加重担保人责任的除外。

粤财担保成立于2009年2月，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元，2011年3月更名为广东省融资再担保有限公司。2015年及2016年，粤财控股分别增资22.00亿元和10.00亿元，2018年经粤财控股批准，粤财担保资本公积转增资本0.50亿元。2021年4月19日粤财担保更名为现名。经过多次增资，截至2022年末，粤财担保注册资本和实收资本均为60.60亿元，由粤财控股全资控股。

图 4 截至 2022 年末公司股权结构



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

粤财担保被赋予构建广东省政府性融资担保体系的职能。2016年1月，广东省人民政府下发《关于促进广东省融资担保行业加快发展的实施方案的通知》，鼓励大力发展政策性融资担保和再担保机构，引导民营担保机构协同发展，支持粤财担保出资参控股地市担保公司，以股权和再担保业务为纽带构建全省统一的政策性担保体系。粤财担保响应和贯彻广东省政府政策，2016年起粤财担保积极与各地市政府对接，主要采取粤财担保控股、地方参股的形式，在广东省多个地级市发起设立了地市担保公司。此外，粤财担保于2020年9月出资10亿元设立子公司粤财普惠金融（广东）融资再担保有限公司，2022年粤财担保对其增资10亿元，同时名称变更为广东省融资再担保有限责任公司（以下简称“广东省再担”），承接粤财担保的政策性普惠担保及再担保业务，被纳入广东省政府性融资再担保机构名单。截至2022年末，粤财担保纳入合并报表范围子公司共13家，详见下表。

**表15 截至 2022 年末纳入合并范围的子公司（单位：亿元）**

子公司名称	注册地	实收资本	持股比例	主营业务
广东省融资再担保有限责任公司	广州	21.00	95.24%	融资担保
粤财普惠金融（湛江）融资担保股份有限公司	湛江	1.40	57.14%	融资担保
粤财普惠金融（清远）融资担保股份有限公司	清远	1.60	53.13%	融资担保
粤财普惠金融（珠海）融资担保股份有限公司	珠海	2.00	40.04%	融资担保
粤财普惠金融（汕头）融资担保股份有限公司	汕头	1.30	53.85%	融资担保
粤财普惠金融（惠州）融资担保股份有限公司	惠州	1.10	54.55%	融资担保
粤财普惠金融（潮州）融资担保股份有限公司	潮州	1.20	50.00%	融资担保
粤财普惠金融（汕尾）融资担保股份有限公司	汕尾	1.10	54.55%	融资担保
粤财普惠金融（中山）融资担保股份有限公司	中山	1.10	54.55%	融资担保
粤财普惠金融（江门）融资担保股份有限公司	江门	1.70	70.59%	融资担保
粤财普惠金融（揭阳）融资担保股份有限公司	揭阳	1.21	50.41%	融资担保
广东粤财网电投资有限公司	广州	0.20	100.00%	投资服务
广东粤财网络投资有限公司	广州	0.20	100.00%	投资服务

资料来源：粤财担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

粤财担保营业收入主要来源于担保业务收入、以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2022年

粤财担保实现担保业务收入3.48亿元，近年随着粤财担保本部及控股地市担保公司的普惠批量担保业务快速增长，担保业务收入也保持一定增长，2020-2022年担保业务收入年复合增长率为16.37%。粤财担保将自有资金投向银行协议存款、理财产品及信托计划等，获得一定利息收入和投资收益，2022年利息净收入和投资收益合计1.37亿元，较2020年减少30.10%，近年受市场波动及监管政策等因素影响，投资规模有所下降，资金业务带来的收益逐年下滑。粤财担保其他收入主要为政府对担保业务的补助，由于粤财担保承担的政策职能，近年政府持续加强对粤财担保的奖补力度，政府补助收入占比逐年提升。

**表16 粤财担保收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
担保业务收入	3.48	2.64	2.57
利息净收入	0.98	0.79	0.72
投资收益	0.39	0.96	1.24
其他收入	0.63	0.54	0.16
<b>营业收入合计</b>	<b>5.48</b>	<b>4.93</b>	<b>4.69</b>

资料来源：粤财担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

粤财担保战略定位于将市场化担保业务和政策性担保业务错位发展，2021年国担基金的合作主体由粤财担保变更为子公司广东再担保，政策性业务逐步转出至广东再担保，近年粤财担保本部担保余额持续下降。截至2022年末，粤财担保本部担保余额为300.34亿元，较2020年减少20.17%。目前粤财担保本部主要承接市场化担保业务，其中直接融资担保业务为资本市场项目担保，间接融资担保业务主要包括银行贷款和小贷通担保，非融资担保业务包含保函和诉讼保全担保。

2022年末粤财担保本部直接融资担保余额91.03亿元，较2020年末减少6.10%，由于近年资本市场违约事件增多，粤财担保放缓资本市场业务发展速度，资本市场业务发生规模下降。2022年末粤财担保本部间接融资担保余额83.25亿元，其中银行贷款和小贷通担保余额76.86亿元，主要包括政策性银担总对总批量担保业务，近年粤财担保将部分该业务运营主体由本部转为广东再担保运营。近年粤财担保积极拓展低风险保函业务，2022年末非融资担保余额89.76亿元，较2020年末增长94.16%。粤财担保本部再担保业务主要为机构再担保业务，是指粤财担保约定在一定条件下（损失范围内）按一定比例承担合作担保机构银行贷款担保业务发生的损失，主要合作担保机构为国有大型担保公司，业务风险低，2022年末机构再担保余额为32.26亿元。

**表17 粤财担保本部担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
当年新增担保额	132.82	180.35	290.76
当年解除担保额	142.62	246.44	272.82
期末担保余额	300.34	310.13	376.23
其中：直接融资担保余额	91.03	94.91	96.94
间接融资担保余额	83.25	110.05	153.50
非融资担保余额	89.76	65.42	46.23

再担保余额	36.30	39.75	79.56
融资担保责任余额	119.69	173.22	251.31
融资担保责任余额放大倍数 (X)	3.25	3.58	5.34

资料来源：粤财担保提供，中证鹏元整理

2022年粤财担保代偿规模较大，本部当期担保代偿额为3.22亿元，当期担保代偿率为2.26%，同比增长1.89个百分点。截至2022年末，粤财担保本部累计担保代偿率为0.40%，处于较低水平，同期末累计代偿回收额为34.80%，追偿手段有待加强。近年粤财担保担保风险准备金规模逐年增长，截至2022年末，担保风险准备金合计12.58亿元，拨备覆盖率为155.27%，准备金对风险覆盖水平较高。

受益于内生经营积累，近年粤财担保资产规模逐年增长，截至2022年末资产总额95.21亿元，资产主要由货币资金、金融投资资产和应收代偿款构成。2022年末粤财担保货币资金账面价值69.82亿元，其中受限货币资金为7.94亿元，主要为受托管理代偿补偿资金等专项资金。2022年受存量代偿项目大规模出险影响，应收代偿款规模同比增长53.99%至8.10亿元，主要应收对象为民营企业，存在一定回收风险。粤财担保交易性金融资产主要系投资的理财产品和权益工具，2022年末账面价值为2.59亿元，2022年在监管引导下，银行理财产品逐步实现净值化转型，由于粤财担保风险偏好较为保守，故而压降理财产品投资规模。2022年末长期股权投资账面价值3.31亿元，主要为粤财担保以LP形式出资的股权基金投资。在监管政策影响下，粤财担保往年投资的定向融资计划逐步退出清零，2022年末债权投资仅剩一笔一年内到期的定向融资计划，余额0.80亿元。

截至2022年末，粤财担保I级资产占比46.43%，II级资产占比43.19%，III级资产占比7.89%，资产配置满足监管I级占比不低于20%、I级和II级资产合计占比不低于70%以及III级资产占比不高于30%的相关规定，且I、II级资产占比高，整体流动性较强。

**表18 粤财担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	95.21	90.20	89.49
货币资金	69.82	58.02	55.11
应收代偿款净额	8.10	5.26	4.30
所有者权益合计	73.37	72.29	71.87
营业收入	5.48	4.93	4.69
担保业务收入	3.48	2.64	2.57
净利润	1.57	1.14	0.93
净资产收益率	2.15%	1.59%	1.29%
累计担保代偿率*	0.40%	0.31%	0.31%
累计代偿回收率*	34.80%	45.61%	44.77%
拨备覆盖率	155.27%	210.42%	219.54%

注：\*为本部口径数据

资料来源：粤财担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，粤财担保负债总额为21.83亿元，主要为计提的担保风险准备金及受托管理的专项

资金。同期末，所有者权益合计73.37亿元，其中实收资本为60.60亿元，资本实力强。截至2022年末，粤财担保本部融资担保责任余额放大倍数为3.25，处于较低水平。近年粤财担保盈利指标持续增长，2022年实现净利润1.57亿元、净资产收益率2.15%。

粤财担保为省级融资担保集团，被赋予构建覆盖广东省融资担保体系的责任，得到广东省政府和广东省各级政府在资金、业务拓展等方面的支持。由广东省人民政府100%控股的粤财控股于2015年7月、2016年2月分别对粤财担保增资22亿元、10亿元，粤财担保资本实力持续增强，承接业务能力和抵抗风险能力不断提升。

经中证鹏元综合评定，粤财担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由粤财担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

公司为广宁县最重要的基础设施建设主体，广宁县是珠三角连接大西南的重要通道，拥有丰富的林木资源和矿产资源，近年加速林浆纸、陶瓷、食品加工、金属加工等传统制造业转型升级，为公司发展提供了良好的基础。公司主要负责广宁县重大工程项目建设、物业租赁及管理等业务，公司在建项目较多且规模尚可，2022年公司营业收入规模进一步扩张，预计未来业务的持续性和收入来源较有保障。同时，当地政府持续对公司进行财政补贴等支持，提升了公司的利润水平。

同时，中证鹏元也关注到，公司资产主要以存货和投资性房地产等为主，资产变现能力较差。公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。由于建设项目持续投入以及存量债务偿还需求不断增加，公司加大外部融资力度，短期债务偿还压力加大。总体来看，公司具有一定的抗风险能力。同时，粤财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仍能有效提升本期债券的信用水平。

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“21广宁01/21广宁债01”的信用等级为AAA。

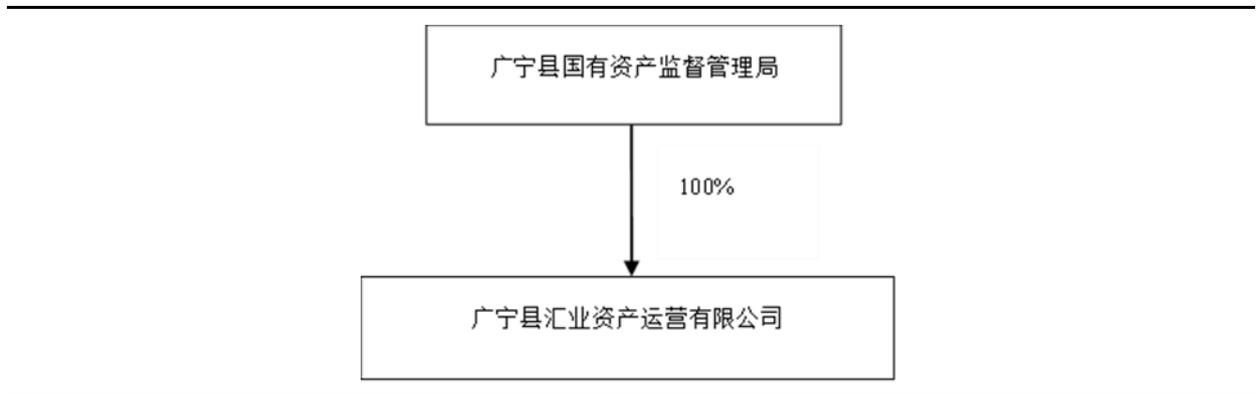
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.57	1.66	1.33
应收账款	7.17	5.43	4.39
其他应收款	9.62	5.86	3.02
存货	16.37	16.40	16.32
流动资产合计	35.40	29.53	25.07
固定资产	0.02	0.02	0.00
在建工程	4.46	4.30	3.89
投资性房地产	17.06	16.82	14.03
非流动资产合计	23.56	23.14	19.79
资产总计	58.96	52.67	44.85
短期借款	0.40	0.30	0.00
应付账款	0.63	0.02	0.00
应付票据及应付账款	2.91	0.52	0.00
应付票据	2.27	0.50	0.00
一年内到期的非流动负债	1.05	0.30	0.36
流动负债合计	7.04	1.72	1.20
长期借款	4.35	4.06	2.81
应付债券	1.99	1.98	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.70	7.36	3.95
负债合计	14.74	9.08	5.15
其中：短期债务	3.72	1.10	0.36
总债务	10.06	7.14	3.18
所有者权益	44.21	43.58	39.71
营业收入	7.97	4.86	3.22
营业利润	1.00	1.60	1.93
其他收益	0.52	0.75	1.16
利润总额	1.01	1.60	1.92
经营活动产生的现金流量净额	1.37	-2.18	1.58
投资活动产生的现金流量净额	-2.67	-1.30	-1.71
筹资活动产生的现金流量净额	0.55	3.45	-0.79
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	11.61%	8.96%	14.42%
资产负债率	25.00%	17.25%	11.47%
短期债务/总债务	36.97%	15.34%	11.46%
现金短期债务比	0.42	1.52	3.65

EBITDA (亿元)	1.42	1.80	2.30
EBITDA 利息保障倍数	3.91	5.47	6.35

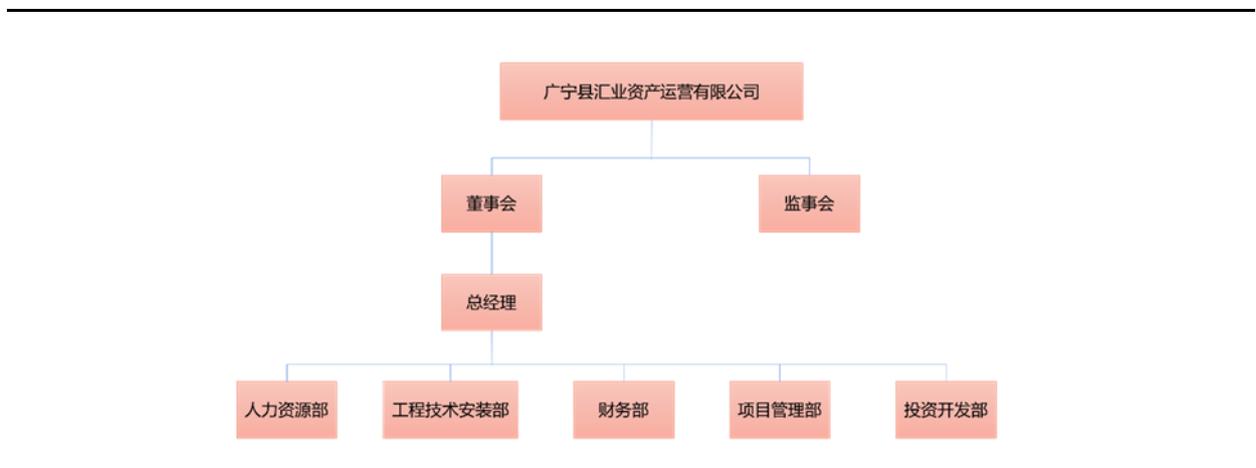
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广宁县城市发展公司	0.11	100%	其他建筑业
广宁县宏城房地产发展公司	0.02	100%	房地产开发
广宁县恒森林业有限公司	0.01	100%	林业
广宁县恒业水利水电工程有限公司	0.06	100%	建筑业
广宁县宏宁国有资本投资有限公司	0.50	100%	租赁和商务服务业
广宁县产业集聚区投资开发有限公司	6.24	100%	商业服务业
广宁县汇宁资产经营有限公司	1.74	100%	房地产业
广宁县宏宁物业管理有限公司	0.02	100%	商务服务业
广宁县恒丰农业投资有限公司	0.01	100%	农业

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。