



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：

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
19大悟城投债/19大悟债	AAA	AAA

评级观点

本次评级结果是考虑到：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”）仍主要从事大悟县城市基础设施建设业务，业务可持续性较好，公司继续获得外部的大力支持，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信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产中以工程项目、土地为主的存货以及应收款项占比高，流动性较弱，偿债能力指标表现欠佳，仍面临较大的偿债压力，并且对外担保带来一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司基础设施建设业务未来持续性仍较好，未来可继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
 zhangt@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	61.77	66.91	56.80
所有者权益	34.81	34.40	33.70
总债务	15.74	16.78	15.53
资产负债率	43.65%	48.58%	40.67%
现金短期债务比	0.18	0.05	1.23
营业收入	2.85	3.01	2.50
其他收益	0.44	0.50	0.50
利润总额	0.62	0.71	0.72
销售毛利率	10.27%	13.71%	13.08%
EBITDA	0.66	0.77	0.75
EBITDA利息保障倍数	0.62	0.47	0.62
经营活动现金流净额	2.42	0.57	-1.41

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **大悟县经济保持增长，农产品加工、金属材料、新能源、印刷包装等支柱发展较好。**大悟县是湖北省孝感市下辖县，农产品加工及农产品加工行业发展较好，大悟县有“华中风电之都”之称，中广核、中电投、兴新能源等企业在当地开拓风电、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。在固定资产投资带动下，大悟县经济保持增长。
- **公司代建业务未来持续性较好。**公司控股股东为大悟县国资局，公司仍主要从事大悟县基础设施建设业务，2022 年末在建的基础设施项目规模较大，未来业务持续性较好。
- **公司继续获得外部支持。**2022 年公司继续获得补贴收入 0.44 亿元，有效提升了公司盈利水平。
- **兴农担保提供的全额不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。**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

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产中以土地和工程项目为主的存货、应收款项占比高，且存在部分因抵押而受限的资产。
- **公司仍面临较大偿债压力。**截至 2022 年末，公司主要在建项目未来尚需投入资金规模较大，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.18 和 0.62，EBITDA 对利息保障程度较低，公司货币资金余额少，随着在建项目持续的资金投入，面临较大的资金支出压力和偿债压力。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额 1.80 亿元，担保对象为当地国有企业，但未设置反担保措施。

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_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	3/7
	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					bbb+
外部特殊支持					4
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 bbb+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是大悟县基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，大悟县政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为公司与大悟县政府的联系非常紧密以及对大悟县政府非常重要。同时，中证鹏元认为大悟县政府提供支持的能力极强，主要体现为极其强的经济实力、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	2022-6-27	刘惠琼、陈晓薇	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	6.80	2022-6-27	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2023年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为38.22万元。

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2022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“大悟县国资局”）以及公司三方签订的两项投资协议，大悟县国资局自2019年10月15日起分期回购国开基金持有的公司股权，根据公开资料，2022年末大悟县国资局、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县国资局，实际控制人仍为大悟县人民政府。

跟踪期内，公司仍主要从事大悟县城市基础设施建设业务，跟踪期公司纳入合并报表的子公司无变化。截至2022年末，公司纳入财务报表合并范围的子公司共8家。

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

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

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，为全国油茶重点县。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20.94%。

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。2022年大悟县GDP保持增长，经济结构以第三产业为主，第二产业占比较低。固定资产投资为经济的主要拉动引擎，2022年全县固定资产投资预计增长14.5%。大悟县人均GDP占同期全国人均GDP的比重低，发展水平较低。

表1 2022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	820.47	5.9%	92,604	27.67	21.36
应城市	470.71	5.2%	100,622	16.78	-
孝南区	380.66	4.5%	39,235	23.12	26.62
安陆市	311.19	5.6%	63,690	12.12	12.1
云梦县	245.86	4.5%	57,781	13.58	7.91
大悟县	208.00	5.6%	44,796	11.85	3.38
孝昌县	184.67	4.7%	38,935	10.75	3.74

注：1、“-”表示数据未公布；

2、应城市、孝南区、大悟县、孝昌县人均GDP以2021年末常住人口计算，安陆市、云梦县人均GDP以2022年末常住人口计算。

资料来源：各市区县2022年国民经济和社会发展统计公报和政府工作报告、政府网站、湖北省2022年统计年鉴等，中证鹏元整理

表2 大悟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）	208.00	5.6%	196.19	9%	171.34	-8.2%
固定资产投资	116.9	14.5%		12.1%	-	-22.0%
社会消费品零售总额	120.7	5.4%	114.52	22.2%	93.75	-22.5%
人均GDP（元）		44,796		40,352	35,244	35,244
人均GDP/全国人均GDP		52.27%		49.83%	48.65%	48.65%

注：1、“-”表示数据未公布；2、2020-2022年人均GDP以第七次全国人口普查统计的常住人口计算。3、2022年数据为政府工作报告预计值。

资料来源：2020-2021年大悟县国民经济和社会发展统计公报，2023年政府工作报告，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，近年引进投资项目较多。大悟县农产品加工及农产品加工行业发展较好，2022年建成中稻绿色高质量发展示范基地2万亩、花生全程机械化示范基地100亩，新建或改扩建茶园基地3,500亩，新建野菊花种植基地2,500亩，全年肉类总产量3.05万吨、禽蛋产量1.55万吨。大悟县有“华中风电之都”之称，中广核、中电投、兴新能源等企业在当地开拓风电、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，引进特种铜业、振润铝材等项目，首通电磁线、裕虹科技、巴利德、中弘手机等电子企业集聚发展。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。2022年引进投资过亿元的项目超过30个，协议引资300亿元以上，承接转移工业有机更新项目20个以上，全年预计规上工业总产值120亿元，同比增长34.6%。

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：2022年大悟县实现一般公共预算收入11.85亿元，保持增长。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在70%以上，质量较好。政府性基金收入受房地产市场景气度影响有所波动。大悟县财政自给率低，且近年地方政府债务余额逐年上升，债务压力较大。

表3 大悟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	11.85	10.30	8.14
税收收入占比	71.98%	78.16%	73.24%
财政自给率	26.16%	25.23%	16.49%

政府性基金收入	3.38	2.36	4.15
期末地方政府债务余额	54.08	48.19	45.91

注：1、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：2020-2021年大悟县财政决算报告、大悟县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，公司系大悟县唯一发债平台。

五、经营与竞争

公司是大悟县重要的基础设施建设主体，承接了大量市政工程和土地开发项目，业务持续性较好，但持续项目建设投入需要垫付较多资金，存在一定资金压力

公司仍主要从事大悟县城市基础设施建设业务，2022年公司营业收入有所下降，主要系当年工程建设业务收入规模下降，砂石销售收入为公司收入提供一定补充，但规模仍较小。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为10.27%，较上年有所下滑，主要系当年砂石销售收入毛利率大幅下滑。

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
工程建设收入	23,076.83	81.09%	13.04%	26,692.95	88.70%	12.74%
砂石销售收入	5,335.62	18.75%	-1.83%	3,405.37	11.30%	21.30%
租金、物业收入	47.30	0.17%	22.75%	12.83	0.04%	12.68%
合计	28,459.75	100.00%	10.27%	30,111.15	100.00%	13.71%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施代建业务

2022年公司基础设施建设业务收入有所减少，仍主要以委托代建形式承担大悟县基础设施项目建设，在建项目和存货中待结算工程项目规模较大，公司未来业务可持续性较好，但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。

根据大悟县财政局出具的“悟财函[2022]136号”文件，公司2022年确认代建工程建设营业成本2.01亿元，确认营业收入2.31亿元。截至2022年末，公司存货项下仍有16.56亿元工程建设项目开发成本，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2022年末，公司主要在建工程预计总投资规模较大，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5 截至 2022 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
易地扶贫搬迁专项-工程	112,200.00	67,853.08	是
徐家湾项目部	110,000.00	530.58	是
高标农田项目	8,000.00	1,264.54	是
土地综合整治项目-旱改水	3,000.00	1,544.26	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	240,220.00	72,676.22	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

公司砂石销售业务为公司收入提供一定补充，但规模较小

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，2022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，全年公司实现砂石销售收入0.53亿元，同比有所增长，但因当地政府要求公司关停采砂场多个月收入规模仍较小，毛利率下降主要系砂石销售价格下降。截至2022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。

2022年公司继续获得政府相关部门的支持

公司作为大悟县重要的基础设施建设投融资主体，持续获得政府相关部门的较大支持，2022年，根据大悟县财政局出具的“悟财函[2022]125号”和“悟财函[2022]155号”文件，当地政府给予公司0.43亿元政府补贴，占当期利润总额的70.30%，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

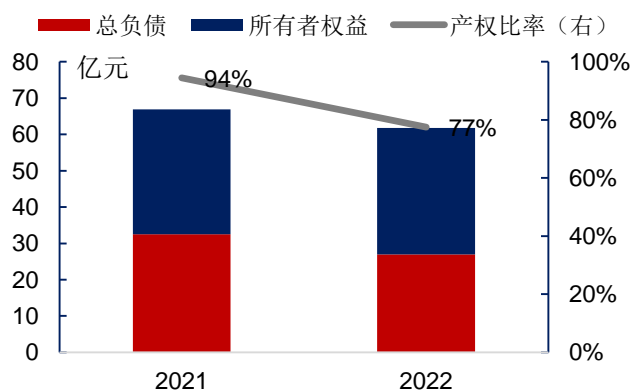
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

公司股东权益变动不大，总负债下降使得资产规模有所下滑，公司资产中以工程项目、土地和土地整理成本为主的存货占比高，应收款项较多，资金占用较大，且部分资产因抵押受限，整体资产质量一般且流动性较弱

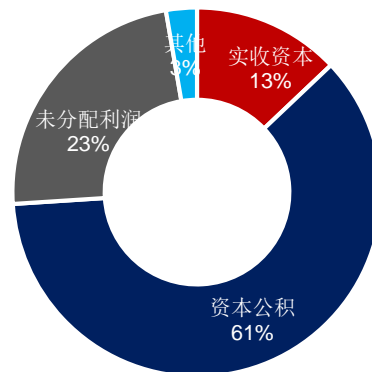
2022年公司所有者权益相对稳定，资本公积是其主要构成部分。2022年公司收回部分应收往来款，负债规模有所下降。综合影响下，产权比率有所下降，截至2022年末为77%，净资产对负债的保障程度一般。

图 1 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 2 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年公司总资产规模有所下降，资产以存货、应收款项为主要构成，2022年末上述资产合计占公司总资产的比重为94.60%。截至2022年末，公司存货包括16.56亿元建设工程项目开发成本、8.53亿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，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。公司存货项下建设工程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。

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。2022年末公司应收账款主要为应收大悟县财政局13.43亿元工程结算款，其中账龄2年以上的应收账款余额占比80.87%；同期其他应收款包括公司主要为与当地国企和财政局等的往来款，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3-5年期间，账龄较长，存在一定的坏账风险。

其他资产构成方面，公司货币资金以银行存款为主，无受限情况，货币资金规模小。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。

截至2022年末，公司受限资产仅为用于本期债券进行反担保的7宗土地，账面价值占同期总资产的比重为6.01%。整体来看，公司资产质量一般且流动性较弱。

表6 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	0.48	0.78%	0.13	0.20%
应收账款	13.37	21.64%	14.14	21.13%
其他应收款（合计）	9.48	15.34%	13.51	20.20%
存货	35.59	57.62%	36.46	54.50%
流动资产合计	59.33	96.06%	64.44	96.31%
其他非流动资产	1.37	2.21%	1.37	2.04%
非流动资产合计	2.44	3.94%	2.47	3.69%
资产总计	61.77	100.00%	66.91	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和毛利率均有所下降，整体盈利能力仍偏弱，政府补助对公司盈利有较大支撑

公司是大悟县重要的基础设施建设主体，收入主要来源于基础设施代建、土地整理等业务。2022年，由于公司代建项目结算有所减少，公司营业收入同比下滑；砂石开采点停业时间较长，砂石销售业务规模仍不大，且因开采成本较高而亏损，公司销售毛利率出现下降。截至2022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》，另有已投资待结算土地整理项目规模合计8.53亿元，公司未来业务收入持续性仍较好。2021-2022年公司分别收到政府补助0.50亿元、0.44亿元，分别占利润总额的70.42%和70.97%，政府补助对公司利润总额的贡献较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	2.85	3.01
营业利润	0.62	0.68
其他收益	0.44	0.50
利润总额	0.62	0.71
销售毛利率	10.27%	13.71%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司承担大悟县区基础设施建设，投资支出较大，在建项目尚需一定投入，总债务规模保持增长，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数仍表现不佳，面临较大的债务压力

2022年公司偿还分期还本部分债券本金，增加长期借款，总债务规模保持增长，截至2022年末，总债务增至15.74亿元，以长期债务为主。公司债务以银行借款、债券为主，辅以少量明股实债和融资租赁款。截至2022年末，公司无短期银行借款。长期借款均附有其他公司的保证担保或者抵押，无信用贷款。公司存续债券为本期债券，2022年开始每年需偿还本金1.70亿元。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、0.35亿元应付融资租赁款，以及应付国开发展基金有限公司0.48亿元明股实债资金。

此外，经营性负债方面，2022年公司回收部分往来款，其他应付款占比下降，其他应付款主要为工程往来款和保证金及押金款等，实际集中偿付压力不大。

表8 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	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款（合计）	8.68	32.21%	13.18	40.55%
流动负债合计	12.15	45.06%	16.29	50.11%
长期借款	5.28	19.59%	4.22	13.00%
应付债券	6.77	25.10%	8.93	27.47%
长期应付款（合计）	2.77	10.26%	3.06	9.42%
非流动负债合计	14.81	54.94%	16.22	49.89%
负债合计	26.96	100.00%	32.50	100.00%
总债务	15.74	58.37%	16.78	51.64%
其中：短期债务	2.62	9.73%	2.45	7.53%
长期债务	13.11	48.64%	14.34	44.11%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产负债率有所下降，截至2022年末资产负债率为43.65%。公司现金类资产少，现金短期债务比指标表现不佳，且公司EBITDA对利息保障保障程度低，公司面临较大的偿债压力。

公司流动性需求主要来自项目建设和债务的还本付息，考虑到公司货币资金余额较少，存在较大的资金需求，且公司未获得银行授信，融资弹性弱。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	43.65%	48.58%
现金短期债务比	0.18	0.05

EBITDA 利息保障倍数

0.62

0.47

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 表现良好，组织架构设置可以满足日常经营活动需要

环境方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司按照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司各职能部门职责清晰，可以满足日常经营活动需要。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月15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2022年末，公司对外仅1笔，担保对象为当地国企大悟县交通投资有限责任公司，担保金额为1.80亿元，未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是大悟县政府下属重要企业，大悟县政府间接控制公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，大悟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）公司与大悟县政府的联系非常紧密。大悟县政府实际控制公司100%股权，公司的业务主要受大悟县政府委托，直接管理公司的经营战略制定和业务运营。

（2）公司对大悟县政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司规模一般，对政府和地方经济的贡献一般，政府在付出一定的努力和成本的情况下是可

以取代公司的，但公司是发债主体，若违约将对地区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

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”）成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“重庆水务环境控股集团有限公司”，以下简称“重庆水务”）共同发起设立，并分别按照6: 2: 2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2022年9月末，兴农担保注册资本及实收资本均为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为60.00%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至2022年末兴农担保的担保余额为680.31亿元，其中融资担保余额在期末担保余额的占比由2020年的97.25%下降至88.24%。

表10 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	680.31	659.80	596.36
其中：融资担保余额	600.33	623.75	579.96
直接融资担保余额	497.98	540.19	487.90
间接融资担保余额	102.35	83.56	92.06
非融资担保余额	79.98	36.05	16.40
融资担保责任余额	539.22	554.11	520.97
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.20	8.67	8.17

资料来源：兴农担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，2019年以来，由于融资担保业务放大倍数接近监管上限，兴农担保持续控制直接融资担保新增规模，截至2022年末兴农担保直接融资担保业务余额为497.98亿元。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等16个省级行政区，主体信用等级通常在AA-及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至2022年末，兴农担保本部间接融资担保余额102.35亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以AA级主体担保、应收账款质押、抵押物抵押等组合担保方式为主。

截至2022年末兴农担保的资产总额为183.34亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为68.06亿元、44.11亿元、38.73亿元和8.37亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括24.75亿元结构性存款和10.60亿元基金投资，基金投资主要系债权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。鉴于兴农担保对重庆市酿造调味品公司的借款计提3.00亿元坏账准备以及对购买的信托产品计提减值准备0.99亿元，兴农担保的投资资产存在一定的信用风险。

截至2022年末兴农担保的负债为86.97亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为24.74亿元、4.21亿元、7.86亿元、5.20亿元和39.85亿元。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2022年兴农担保实现营业收入12.51亿元，其中已赚担保费的收入占比为75.70%。2021年因兴农担保计提较大规模信用减值损失，当期盈利能力有所下降。2022年兴农担保实现净利润3.19亿元，当期净资产收益率为3.34%，同比均有明显提升。

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2021年兴农担保本部当期担保代偿额为4.78亿元，包括往年出表后转回的代偿项目金额2.92亿元，若剔除该影响，当期兴农担保本部新增担保代偿1.86亿元，代偿项目均来自间接融资担保业务，当期担保代偿率同比上升0.38个百分点至1.11%，累计代偿回收率为73.93%，代偿回收情况较好。

表11 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
资产总额	183.34	183.04	207.48
其中：货币资金	44.11	41.58	31.62

应收代偿款净额	8.37	10.14	9.23
所有者权益合计	96.37	94.54	102.05
营业收入	12.51	13.13	10.80
其中：已赚担保费	9.47	9.87	7.52
利息收入	2.14	2.55	2.33
投资收益	0.46	0.36	0.44
净利润	3.19	2.07	3.11
净资产收益率	3.34%	2.11%	3.11%
当期担保代偿率*	-	2.86%	0.73%
累计代偿回收率*	-	2.59%	2.49%
累计担保代偿率*	-	73.93%	78.63%
拨备覆盖率	361.43%	276.43%	264.25%
I 级资产占比	-	84.20%	82.03%

注：*指本部口径；I 级资产占比指占（资产总额-应收代偿款净额）的比例；“-”指尚未获取
 资料来源：兴农担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长；I 级资产占比较高，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，兴农担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，减值压力较大；融资担保责任余额放大倍数高，面临较大的资本补充压力等风险因素。

经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由兴农提供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。

十、结论

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，尽管公司资产流动性较弱，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和较大的偿债压力，但2022年末公司主要在建项目总投资规模较大，业务持续性较好，且公司继续获得政府补贴。综上，从区域环境、经营竞争力及偿债能力等方面综合考虑，公司的抗风险能力尚可。此外，兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的安全性。

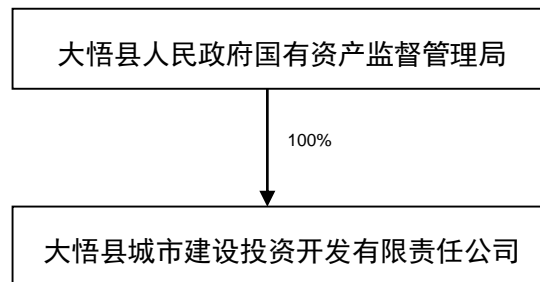
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AAA。

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	0.48	0.13	0.62
应收账款	13.37	14.14	13.94
其他应收款（合计）	9.48	13.51	4.05
存货	35.59	36.46	35.91
流动资产合计	59.33	64.44	54.55
其他非流动资产	1.37	1.37	1.37
非流动资产合计	2.44	2.47	2.25
资产总计	61.77	66.91	56.80
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款（合计）	8.68	13.18	4.91
一年内到期的非流动负债	0.92	0.81	0.52
流动负债合计	12.15	16.29	7.58
长期借款	5.28	4.22	4.06
应付债券	6.77	8.93	8.69
长期应付款（合计）	2.77	3.06	2.77
长期应付款	2.77	3.06	2.77
非流动负债合计	14.81	16.22	15.52
负债合计	26.96	32.50	23.10
其中：短期债务	2.62	2.45	0.50
总债务	15.74	16.78	15.53
所有者权益	34.81	34.40	33.70
营业收入	2.85	3.01	2.50
营业利润	0.62	0.68	0.69
其他收益	0.44	0.50	0.50
利润总额	0.62	0.71	0.72
经营活动产生的现金流量净额	2.42	0.57	-1.41
投资活动产生的现金流量净额	0.01	-0.16	-0.02
筹资活动产生的现金流量净额	-2.09	-0.90	-5.28
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	10.27%	13.71%	13.08%
资产负债率	43.65%	48.58%	40.67%
短期债务/总债务	16.67%	14.59%	3.25%
现金短期债务比	0.18	0.05	1.23
EBITDA（亿元）	0.66	0.77	0.75
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.47	0.62

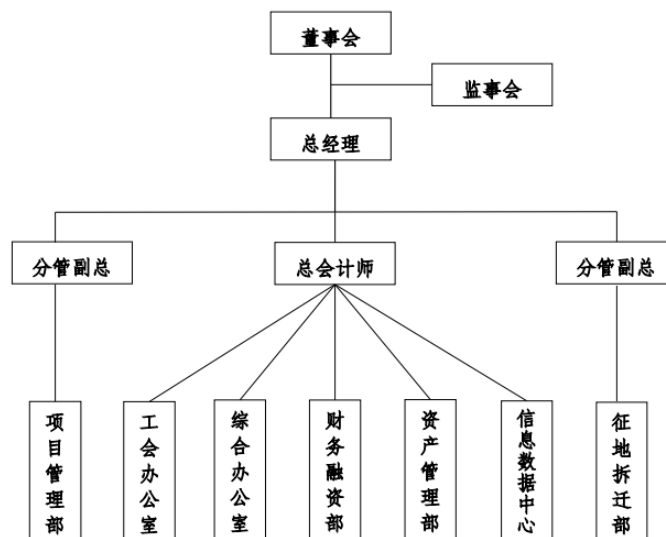
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



注：股权结构图为剔除明股实债部分
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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）

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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{应收款项融资中的应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧} + \text{使用权资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{租赁负债} + \text{其他长期债务调整项}$
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、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。