



2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券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：

2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券 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 |
| 18汝城顺兴 01 /PR 顺兴 01 | AAA | AAA |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：汝城县依托资源优势，形成采矿业、旅游业、特色农业三大支柱产业；汝城县顺兴投资开发有限公司（以下简称“汝城顺兴”或公司）作为汝城县基础设施建设主体，基础设施建设业务仍有一定持续性，且继续获得较大力度的外部支持，同时，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“18 汝城顺兴 01/ PR 顺兴 01”的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产大量沉淀在土地和项目建设投入，流动性较弱；近年来经营性现金流为净流出，债务总量持续上升，公司面临一定的资金压力及债务压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为汝城县重要的基础设施建设主体，业务有一定持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月27日

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@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 | 61.27 | 57.98 | 55.02 |
| 所有者权益 | 47.71 | 46.39 | 45.69 |
| 总债务 | 11.84 | 9.47 | 8.46 |
| 资产负债率 | 22.13% | 19.98% | 16.96% |
| 现金短期债务比 | 0.23 | 0.33 | 1.31 |
| 营业收入 | 1.91 | 2.17 | 2.25 |
| 其他收益 | 0.64 | 0.09 | 0.28 |
| 利润总额 | 0.77 | 0.86 | 1.09 |
| 销售毛利率 | 17.93% | 17.35% | 15.26% |
| EBITDA | 0.82 | 0.93 | 1.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.10 | 1.60 | 2.25 |
| 经营活动现金流净额 | -1.54 | -1.52 | -1.90 |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司基础设施业务有一定的持续性且获得的外部支持力度仍较大。**作为汝城县基础设施建设的主要平台，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、政府收储土地和房屋租赁等业务，截至 2022 年末公司在建基础设施业务规模较大，业务具有一定的持续性。2022 年公司收到各类政府补助合计占利润总额的比重为 83.15%，有效提升了公司利润水平。
- **第三方担保有效提升了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可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产大量沉淀在土地和项目投入，部分资产使用受限，整体流动性较弱。**2022 年末公司存货占总资产的比重达 75.32%，主要为土地和项目投入，基础设施代建项目收入回款受政府结算计划和财政资金安排影响较大，并且存货中土地受限金额较大。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2022 年末，公司主要在建项目后续仍有 8.06 亿元资金缺口，且经营活动现金流连续三年净流出，公司面临较大资金压力。
- **公司债务压力进一步加大。**2022 年公司债务规模进一步增长，EBITDA 对利息保障能力趋弱，现金短期债务比仅为 0.23。

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 | 2/7 | 城投经营&财务状况 | 经营状况 | 6/7 |
| | 区域状况初始评分 | 2/7 | | 财务状况 | 4/7 |
| | 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+，表示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

- 公司是汝城县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，汝城县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与汝城县政府的联系非常紧密以及对汝城县政府非常重要。同时，中证鹏元认为汝城县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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 | 2022-6-28 | 张涛、蒋申 | 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 | 2018-12-13 | 邓艰、钟继鑫 | 城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 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 |
|---------------------|----------|----------|-----------|----------|
| 18 汝城顺兴 01/PR 顺兴 01 | 6.00 | 3.60 | 2022-6-28 | 2026-1-7 |

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01月发行7年期6亿元公司债券，募集资金计划用于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目及补充营运资金。截至2022年12月21日，本期债券募集资金专项账户余额为130.98万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东以及实际控制人均未发生变更。截至2023年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为10,000.00万元，控股股东及实际控制人均为汝城县国有资产事务中心，持有公司60%股权，股权结构详见附录二。

2022年公司合并范围新增一家子公司汝城县顺拓实业投资发展有限公司，截至2022年末，公司合并范围共一家子公司。

表1 2022年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 业务范围 | 合并方式 |
|-----------------|---------|------|---------|------|
| 汝城县顺拓实业投资发展有限公司 | 100.00% | 1.00 | 投资与资产管理 | 设立 |

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

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。

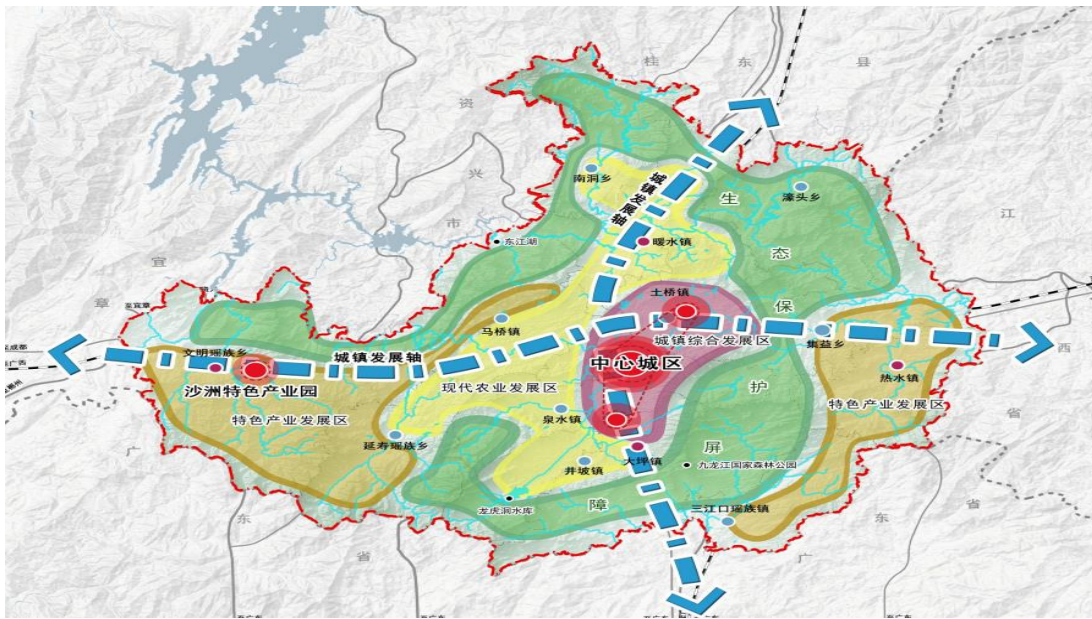
区域经济环境

汝城县是红色革命老区，地处三省交界处，矿藏、地热资源丰富；依托资源优势，形成采矿业、旅游业、特色农业三大支柱产业，近年来经济保持一定增速，但经济财政体量偏小、人均GDP处于相对较低水平，债务余额较高

区位特征：汝城县是红色革命老区，地处三省交界处，矿藏、地热资源丰富，但交通条件有待优化。汝城县隶属于湖南省郴州市，地处湘、粤、赣三省交界处，位于郴州、韶关、赣州“红三角”的中心，全县土地面积2,400.7平方公里，下辖14个乡镇（其中3个少数民族乡镇），2022年末常住人口34.15万人，城镇化率47.29%。汝城县是郴州市少数民族人口、民族村最多的县，少数民族人口占全县总人口的17%，以瑶族为主。汝城县四面环山，交通方面有待优化，境内铁路站点、机场尚未建设，厦蓉、湘深高速公路成“十字形”交汇，距离赣州机场和武广高铁郴州站、韶关站一小时车程。

汝城县矿藏、地热资源丰富，全县发现矿产44种，其中铁矿资源储量、钨矿资源储量分别居郴州市第一位、第四位；素有“温泉之乡”的美誉，县域内有汝城温泉、罗泉、塘内、铜坑等地下热水资源，其中位于热水圩的汝城温泉是湖南省流量最大、水温最高、开发利用前景最好的天然热泉。旅游资源丰富，境内风光秀丽、温泉奇特、理学农耕文化悠久、红色资源尤为突出，是湘南起义的策源地、朱范谈判合作地、红军长征突破第二道封锁线所在地、“半条被子”故事发生地，湘南起义旧址群汝城会议旧址列入全国红色旅游经典景区、沙洲红色旅游景区正在创建全国红色旅游经典景区。截至2022年末，汝城县共有旅游等级区（点）9家，其中4A级及以上3家。

图1 汝城县构建“一核两园、双轴多区”总体格局



资料来源：《汝城县国土空间总体规划（2021-2035年）》（公共征求意见稿）

经济发展水平：近年来汝城县经济保持一定增速，经济结构以第三产业为主，经济总量和人均GDP仍处于较低水平。近年来汝城县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年19.3:26.4:54.2调整为18.2:27.6:54.2，经济结构以第三产业为主，第一产业虽略有下滑但相较于其他区域占比仍较大，第二产业占比低，产业结构仍待改善。2022年汝城县实现地区生产总值108.18亿元，同比增长5.7%，主要由二三产业增长带动，经济总量仍偏小；人均GDP3.17万元，在郴州市11个县区中位列倒数，经济发展处于较低水平。从经济增长的驱动因素来看，固定资产投资对经济增长形成较强拉动作用，主要投向二三产业，工业、民生、生态及基础设施等相关投资增长迅速，但受房地产行业景气度不佳影响，房地产开发投资同比下降42.1%，商品房销售额下降16.2%；进出口总额持续增长，大力引进项目投资，2022年实际到位内资97.31亿元，同比增长16.8%；社会消费品零售总额持续增长。

表2 2022年郴州市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区县名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP (万元) | 工业增加值 | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------|--------|--------|----------------|-------|----------|---------|
| 北湖区 | 485.7 | 6.30% | 8.44 | - | 8.3 | 4.69 |
| 桂阳县 | 441.29 | 5.80% | 6.19 | - | 21.75 | - |
| 资兴市 | 386.73 | 6.20% | 12.07 | 180.3 | 22.02 | 16.8 |
| 苏仙区 | 385.7 | 6.10% | 8.84 | 172.8 | 7.62 | 12.7 |
| 永兴县 | 379 | 6.00% | 7.09 | - | 18.86 | 9.45 |
| 宜章县 | 262.09 | 5.80% | 4.66 | - | 11.07 | 5.65 |
| 临武县 | 176.12 | 5.20% | 5.51 | - | 8.9 | 11.85 |

| | | | | | | |
|------------|---------------|--------------|-------------|-------|-------------|--------------|
| 嘉禾县 | 169.13 | 5.80% | 4.95 | - | 9.86 | 10.19 |
| 安仁县 | 134.4 | 5.80% | 3.84 | 28.79 | 5.7 | - |
| 汝城县 | 108.18 | 5.70% | 3.17 | - | 5.52 | 12.23 |
| 桂东县 | 52.26 | 5.00% | 3.26 | 10.2 | 3.2 | 6.02 |

注：1) 北湖区、嘉禾县人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数据 57.58 万人、34.17 万人计算；宜章县、临武县、汝城县人均 GDP 采用 2022 年末常住人口数据 56.29 万人、31.97 万人、34.15 万人计算；2) 政府性基金收入均来自各区县 2022 年预算执行情况报告的预计数；3) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县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3 汝城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） | 108.18 | 5.7% | 100.06 | 8.2% | 91.42 | 4.1% |
| 固定资产投资 | - | 13.3% | - | 9.2% | - | 8.7% |
| 社会消费品零售总额 | 42.65 | 2.5% | 41.61 | 14.3% | 36.42 | -2.5% |
| 进出口总额 | 4.66 | 74.4% | 26,743（万元） | 95.5% | 1,980（万美元） | 44.5% |
| 人均 GDP（万元） | | 3.17 | | 2.91 | | 2.67 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 36.96% | | 35.91% | | 37.19% |

注：1) 2020 年人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据 344,617 人计算；2) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：汝城县2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：依托资源优势，采矿业、旅游业、特色农业是汝城县支柱产业。2022 年汝城县规模以上工业增加值同比增长 8.6%，其中采矿业增长 12.2%。2022 年生产铁矿石原矿 8.77 万吨，增长 2.7%；稀有稀土金属矿 1.23 万吨，增长 1.7%，其中钨精矿折合量（折三氧化钨 65%）1.21 万吨，增长 1.3%，钼精矿折合量（折纯钼 45%）211.5 吨，增长 31%。近年来汝城县推进新型工业化转型，其中电子信息、有色金属、现代石材产业初具规模，2022 年湖南广东电子智能科技产业园完成投资 27 亿元、现代建材宝石产业园等 7 个市重点项目完成投资 52 亿元，有色金属链税收突破 2 亿元。经省政府同意，设立湖南（沙洲）红色文旅特色产业园，2022 年全年旅游总收入 70.38 亿元，增长 3.9%，国内旅游人数 667.73 万人，增长 1.8%。特色农业产业加速发展，种植辣椒 13 万亩、生姜 5 万亩、水果 9.7 万亩、新种白毛茶 1,000 亩，汝城朝天椒连续三年被评为全省“一县一特”优秀农产品品牌。中证鹏元关注到，汝城县主要产业位于产业链前端，附加值较低，新型工业化进程不快，缺乏稳定的现代制造业重大布局项目，产业转型仍待时日。

发展规划及机遇：根据上级政府规划，“十四五”期间汝城县以打造全国红色传承示范区为发展定位，做大做强红色旅游、温泉康养、电子信息和优质农产品产业。汝城县将依托资源优势和产业基础，按照“工业富县、产业强县”的工作目标，打造“三区三地”，“三区”指围绕红色资源、生态资源、乡村产业打造全国红色传承示范区、绿色发展示范区和乡村振兴示范区，“三地”指依托面向粤港澳大湾区的区位优势，打造产业转移首选地、优质农副产品供应地和文化旅游目的地。

财政及债务水平：汝城县一般公共预算收入规模较小且财政自给能力弱。2022年汝城县实现一般公共预算收入5.52亿元，在郴州市排名靠后，主要税源来自采矿业；近年来一般公共预算收入维持较快增长，2022年同比增长10.3%，税收收入占比提升至78.01%，财政收入质量有所提升。汝城县财政自给能力弱，近年来财政自给率约为15%，远低于郴州市平均水平，对上级转移支付较为依赖。考虑到2022年商品房开发投资额大幅下滑，未来政府性基金收入或承压。

债务方面，汝城县债务余额较高，近年增速有所放缓，2022年末地方政府债务余额为88.42亿元，同比增长2.15%。“十三五”期末汝城县成功争取全国建制县隐性债务风险化解试点县，债务风险等级由“一级地区”降为“二级地区”。汝城县坚持“防化结合、以化为主”的化债理念，制定《汝城县防范化解债务风险实施方案》，按照“一债一策”编制还款计划；通过严控政府项目投资项目审查，严控防范新增政府隐性债务。

表4 汝城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 | 5.52 | 5.11 | 4.58 |
| 税收收入占比 | 78.62% | 77.98% | 75.06% |
| 财政自给率 | 15.56% | 15.04% | 13.51% |
| 政府性基金收入 | 12.23 | 11.98 | 11.45 |
| 地方政府债务余额 | 88.42 | 86.56 | 85.94 |

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：2020-2022年汝城县财政预、决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，汝城县主要存续公开债城投平台仅公司1家，主要负责汝城县基础设施建设、土地整理开发等业务。

五、经营与竞争

公司是汝城县基础设施建设主体，其市政基础设施建设收入占营业收入90%以上，是公司主要的收入来源，2022年新增政府收储土地业务；公司目前在建业务规模较大，业务具有一定的持续性

作为汝城县基础设施建设主体，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设，业务结构较为简单，政府收储土地以及租赁业务对公司营业收入形成补充。2022年公司实现营业收入1.91亿元，较上年末小幅下降，毛利率略微上升至17.93%。

表5 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 |
| 市政基础设施建设 | 17,617.96 | 92.20% | 16.67% | 21,490.94 | 98.90% | 16.67% |
| 政府收储土地 | 1,206.93 | 6.32% | 22.19% | - | - | - |

| | | | | | | |
|-----------|------------------|----------------|---------------|------------------|----------------|---------------|
| 租赁业务 | 284.16 | 1.49% | 78.44% | 240.02 | 1.10% | 78.67% |
| 合计 | 19,109.05 | 100.00% | 17.93% | 21,730.95 | 100.00% | 17.35% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司是汝城县主要的基础设施建设主体，2022年收入仍主要来自基础设施建设业务，2022年末在建基础设施业务规模较大，业务有一定的持续性

根据汝城县政府于2011年与公司签订的《基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“合作协议书”），汝城县政府授权公司经营市政基础设施建设业务和土地整理开发业务，并由湖南汝城经济开发区管理委员会按年度与公司签订具体项目的代建协议。

在基础设施建设方面，公司根据汝城县政府的委托承担项目建设，汝城县政府每年对公司承建项目的投资完成部分进行收购，项目年度收购价款的确认方式为：每年由汝城县政府指定的汝城县财政投资评审中心（以下简称“评审中心”）评审确认公司承建项目的年度投资额；汝城县财政局按照评审中心审定的年度投资额加上项目管理费、资金占用费确认为项目年度收购价款。实际执行中，加成比例根据当年湖南汝城经济开发区管理委员会与公司签订的代建协议约定有所不同。

受政府结算规模影响，2022年公司确认市政基础设施建设收入17,617.96万元，较上年有所下降。2022年公司市政基础设施建设业务的毛利率16.67%，与上年持平，主要系政府结算加成比例维持不变。

表6 2022 公司市政基础设施建设确认收入情况（单位：万元）

| 项目名称 | 投资金额 | 确认收入 | 项目类型 |
|--------------|------------------|------------------|------------|
| 兴盛路、科技大道西段道路 | 1,073.52 | 1,288.22 | 市政基础设施建设项目 |
| 东莞电子协会 | 1,108.12 | 1,329.74 | 市政基础设施建设项目 |
| 广东电子智能产业园 | 12,500.00 | 15,000.00 | 市政基础设施建设项目 |
| 合计 | 14,681.63 | 17,617.96 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资179,404.00万元，累计已投资110,020.00万元。公司主要在项目包括本期债券募投项目郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目，该项目未来还需投资22,077.52万元，项目建设进度较慢，项目收益包括标准厂房的销售收入及厂房、综合楼等的出租收入，该项目实际按照政府代建项目结算。

政府收储土地及租赁业务对公司营业收入形成补充。2022年公司新增政府收储土地业务，汝城县人民政府根据行政规划需要，向公司购买土地。但该业务存在较大的波动性，持续性不确定。公司租赁业务主要是出租政府划拨的公租房和厂房，该业务毛利率较高，提升了公司整体毛利率水平。

表7 截至 2022 年末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 累计已投资 | 项目类型 |
|----------------------|-----------|-----------|----------|
| 郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目 | 90,404.00 | 68,326.48 | 本期债券募投项目 |

| | | | |
|----------------|-------------------|-------------------|------------|
| 创新创业示范标准厂房建设项目 | 61,000.00 | 2,520.3 | 市政基础设施建设项目 |
| 广东电子智能产业园 | 28,000.00 | 40,173.42 | 市政基础设施建设项目 |
| 合计 | 179,404.00 | 110,020.00 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得外部支持

公司承担湖南汝城经济开发区基础设施建设工程，湖南汝城经济开发区管理委员会在政府补贴等方面给予公司较大支持。2022年公司收到政府注入的房屋增加资本公积5,421.90万元，此外，根据《关于汝城县顺兴投资开发有限公司运营经费补贴的通知》，公司2022年获得政府补贴0.64亿元计入其他收益，有效地提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

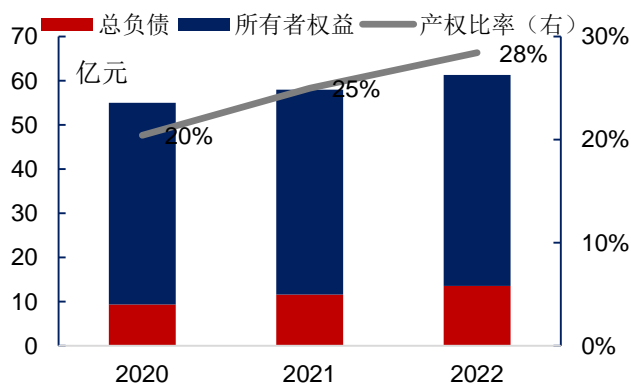
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增一家子公司。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模有所扩大，资产中应收款项及土地、项目建设投入成本占比较大，且部分资产受限，资产流动性较弱

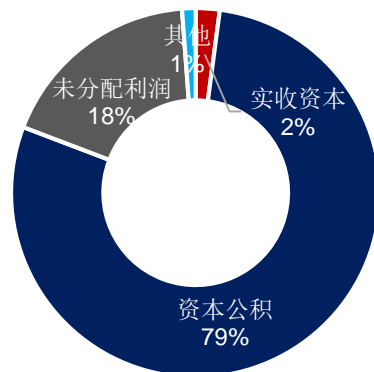
2022年末公司所有者权益仍以资本公积为主，随着盈余利润的积累及政府资产注入，公司所有者权益进一步增长。由于新增长期借款，公司债务规模大幅上升。在上述因素的综合影响下，2022年末公司的产权比率较上年增加3个百分点。但整体而言，公司净资产对负债的保障程度仍较高。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 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

跟踪期内，公司资产总规模有所增加，以流动性资产为主。公司资产主要以应收类账款、存货为主，上述资产合计占总资产的98.18%。截至2022年末，公司受限资产合计18.90亿元，占总资产比例为11.82%，受限资产主要包括货币资金0.02亿元、存货-土地资产18.82亿元、固定资产0.06亿元。

2022年末公司存货账面价值较上年末小幅下降，主要为开发成本8.85亿元和土地储备37.30亿元。公司土地共42宗，总面积391.74万平方米，其中有0.16亿元为划拨取得，其余为出让。土地性质以商业用地、商住用地和住宅用地为主，并有5宗道路用地（价值1,601.00万元），另外有一块土地尚未办理土地权证。但公司土地资产中50.46%因抵押而受限，受限规模较大。公司存货除土地资产外，其余均为在建项目开发成本，本期债券募投项目郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目账面价值占开发成本账面价值77.18%。

截至2022年末公司应收账款中前五大应收账款对象分别为汝城县经开区管理委员会（99.77%）、汝城县锦兴纺织有限公司（0.04%）、汝城县琛航电子有限公司（0.04%）、达琦华声电子(郴州)有限公司（0.03%）和汝城县钜创光电科技有限公司（0.03%），应收账款集中度较高，主要是集中在汝城县经开区管理委员会，除经开区管理委员会外其余公司均为民企，但金额相对较小。按账龄来看，公司2022年1年以内的应收账款占比99.97%，坏账计提比例为1%。公司其他应收款主要是应收湖南汝城经济开发区管理委员会、汝城县水电有限责任公司往来款，2022年末上述2家单位欠款账面余额合计占其他应收款期末余额的87.07%。整体来看，公司应收款项（应收账款+其他应收款）回收风险较小，但回收期不确定，对公司资金形成占用。2022年末公司货币资金全部为银行存款。

表 8 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 | 0.34 | 0.55% | 0.39 | 0.68% |
| 应收账款 | 6.22 | 10.15% | 4.46 | 7.70% |
| 其他应收款（合计） | 7.79 | 12.71% | 6.66 | 11.49% |
| 存货 | 46.15 | 75.32% | 46.30 | 79.85% |
| 流动资产合计 | 60.50 | 98.75% | 57.81 | 99.72% |
| 非流动资产合计 | 0.77 | 1.25% | 0.16 | 0.28% |
| 资产总计 | 61.27 | 100.00% | 57.98 | 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

2022 年公司营业收入规模小幅下降，利润总额对政府补助依赖较大

公司收入主要源自于市政基础设施建设，占 2022 年公司营业收入 92.20%，政府收储土地和租赁业务对公司营业收入形成补充。2022 年公司营业收入同比下降 12.07%，主要是市政基础设施建设收入下降所致。毛利率方面，2022 年公司毛利率略有上升，系新增政府收储土地业务毛利率较高。截至 2022

年底，公司在建工程项目充足，未来公司工程建设收入较有保障。公司的政府收储土地业务由于是政府根据行政规划向公司进行土地购买，该业务未来存在一定的不确定性。

公司其他收益均为政府补助，2022 年公司收到当地政府给予的补助 0.64 亿元，占当期利润总额比例为 83.15%，公司利润总额较大地依赖于政府补助。

表 9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2022 年 | 2021 年 |
|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 1.91 | 2.17 |
| 营业利润 | 0.78 | 0.35 |
| 其他收益 | 0.64 | 0.09 |
| 利润总额 | 0.77 | 0.86 |
| 销售毛利率 | 17.93% | 17.35% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年来公司债务规模有所上升，仍以长期债务为主；公司经营性现金流表现较差，货币资金对短期债务覆盖程度减弱

随着公司项目建设的持续投入，公司对外融资规模也随之扩张，截至 2022 年末，公司总债务为 11.84 亿元，占总负债比重为 87.34%，较上年上升 25.03%，规模大幅提升。公司总债务以长期债务为主，截至 2022 年末长期债务占总债务比为 87.75%。公司债务类型主要是银行借款和债券融资。其中银行借款主要是质押+保证借款和质押借款，期限多在五年及以上，授信方主要有中国农业发展银行、长沙银行和湖南汝城农村商业银行等，借款利率分布在 4.90%-6.00%；债券融资方面，公司存续债券为“18 汝城顺兴 01/PR 顺兴 01”，发行利率 7.50%。截至 2022 年末，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 0.25 亿元和应付债券 1.20 亿元。

其他负债构成方面，2022 年末公司其他应付款主要是往来款，其中账龄超过一年的重要其他应付款主要是应付汝城县房产投资有限公司 0.20 亿元。

表 10 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 |
| 其他应付款（合计） | 1.59 | 11.71% | 1.97 | 17.01% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1.45 | 10.70% | 1.20 | 10.36% |
| 流动负债合计 | 3.17 | 23.36% | 3.31 | 28.58% |
| 长期借款 | 6.81 | 50.21% | 3.50 | 30.21% |
| 应付债券 | 3.58 | 26.43% | 4.77 | 41.20% |

| | | | | |
|---------|-------|---------|-------|---------|
| 非流动负债合计 | 10.39 | 76.64% | 8.27 | 71.42% |
| 负债合计 | 13.56 | 100.00% | 11.58 | 100.00% |
| 总债务 | 11.84 | 87.34% | 9.47 | 81.77% |
| 其中：短期债务 | 1.45 | 10.70% | 1.20 | 10.36% |
| 长期债务 | 10.39 | 76.64% | 8.27 | 71.42% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于公司长期借款规模增长，2022年末公司资产负债率较上年小幅增长，但公司整体负债规模仍相对较小。2022年末由于公司一年内到期的非流动性负债有所上升，公司现金短期债务比下降。受政府补贴额下降，利润总额减少影响，2022年公司EBITDA利息保障倍数小幅下降。此外，2020-2022年公司的经营性现金流净额分别为-1.90亿元、-1.52亿元和-1.54亿元，难以覆盖公司的项目建设支出和还本付息。

表 11 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2022 年 | 2021 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 22.13% | 19.98% |
| 现金短期债务比 | 0.23 | 0.33 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.10 | 1.60 |

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暂无影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司 (ESG)重大负面因素的说明》，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司 (ESG)重大负面因素的说明》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，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，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。2022年6月，公司法定代表人由何惠群变更为曹文斌。2023年4月公司董事会成员由曹文斌、曹双文、宋巍、朱忠凯和何惠群变更为曹文斌、王细清、何扬帆、何雪琴和叶华夏；公司监事会成员由曹军、曹溪红和黄定军变更为朱海霞、曹溪红和朱涵颖。

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6月13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，公司无对外担保及其他或有负债。

八、外部特殊支持分析

公司是汝城县政府下属重要企业，截至2022年末汝城县国有资产事务中心直接持有公司60%股权，汝城经济开发区管理委员会持股40%。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，汝城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）公司与汝城县政府的联系非常紧密。政府持有受评主体50%以上的股权，汝城县政府通过对公司经营管理层的任命实现对公司战略和业务运营的管控；公司近三年以来90%的收入来自政府单位，与政府的业务联系较紧密；近五年来公司收到政府支持次数较多，预计未来公司与政府的关系将保持稳定。

（2）公司对汝城县政府非常重要。公司近三年对当地政府提供了对当地社会和经济至关重要的产品和服务；政府付出一定的努力和成本才能取代公司；公司作为当地的基础设施建设主体，在基础设施领域对政府贡献很大；公司为公开发债主体，公司违约会对当地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

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供保障，可有效提升本期债券的安全性

兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

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 12 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 13 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担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

汝城县是郴州市下辖县，是红色革命老区，地处三省交界处，矿藏、地热资源丰富；依托资源优势，形成采矿业、旅游业、特色农业三大支柱产业，近年来经济保持一定增速，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为汝城县主要的基础设施建设平台，跟踪期收入仍主要来自于基础设施建设业务。公司资产以存货、应收款项等为主，整体流动性较弱，随着公司项目建设投入增加，公司债务规模也随之增长，且近年经营活动产生的现金流量净额均为净流出，难以有效覆盖项目建设支出及未来投资计划，公司面临较大的资金支出压力和偿债压力。但考虑到公司职能定位相对重要，业务有一定持续性，且将继续获得来自政府的财政补贴等支持。整体看，公司抗风险能力尚可。此外，兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“18汝城顺兴01”的偿还提供保障，可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“18汝城顺兴01/PR顺兴01”的信用等级为AAA。

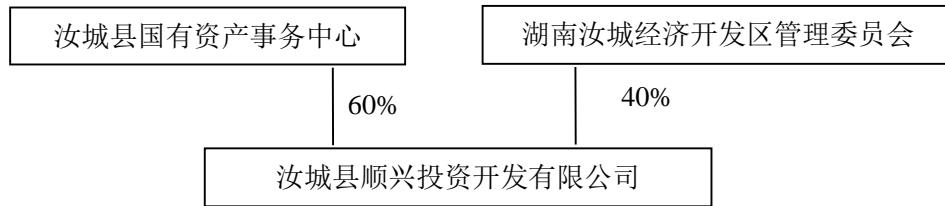
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 0.34 | 0.39 | 1.58 |
| 应收账款 | 6.22 | 4.46 | 2.36 |
| 应收票据及应收账款 | 6.22 | 4.46 | 2.36 |
| 其他应收款（合计） | 7.79 | 6.66 | 5.24 |
| 其他应收款 | 7.79 | 6.66 | 5.24 |
| 存货 | 46.15 | 46.30 | 45.70 |
| 流动资产合计 | 60.50 | 57.81 | 54.88 |
| 固定资产 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 0.77 | 0.16 | 0.14 |
| 资产总计 | 61.27 | 57.98 | 55.02 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 0.11 | 0.12 | 0.11 |
| 其他应付款（合计） | 1.59 | 1.97 | 0.74 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1.45 | 1.20 | 1.20 |
| 流动负债合计 | 3.17 | 3.31 | 2.07 |
| 长期借款 | 6.81 | 3.50 | 2.50 |
| 应付债券 | 3.58 | 4.77 | 4.76 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 10.39 | 8.27 | 7.26 |
| 负债合计 | 13.56 | 11.58 | 9.33 |
| 其中：短期债务 | 1.45 | 1.20 | 1.20 |
| 总债务 | 11.84 | 9.47 | 8.46 |
| 所有者权益 | 47.71 | 46.39 | 45.69 |
| 营业收入 | 1.91 | 2.17 | 2.25 |
| 营业利润 | 0.78 | 0.35 | 0.69 |
| 其他收益 | 0.64 | 0.09 | 0.28 |
| 利润总额 | 0.77 | 0.86 | 1.09 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.54 | -1.52 | -1.90 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.11 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.57 | 0.34 | 2.00 |
| 财务指标 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
| 销售毛利率 | 17.93% | 17.35% | 15.26% |
| 资产负债率 | 22.13% | 19.98% | 16.96% |
| 短期债务/总债务 | 12.25% | 12.67% | 14.18% |
| 现金短期债务比 | 0.23 | -0.33 | 1.31 |

| | | | |
|---------------|------|------|------|
| EBITDA (亿元) | 0.82 | 0.93 | 1.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.10 | 1.60 | 2.25 |

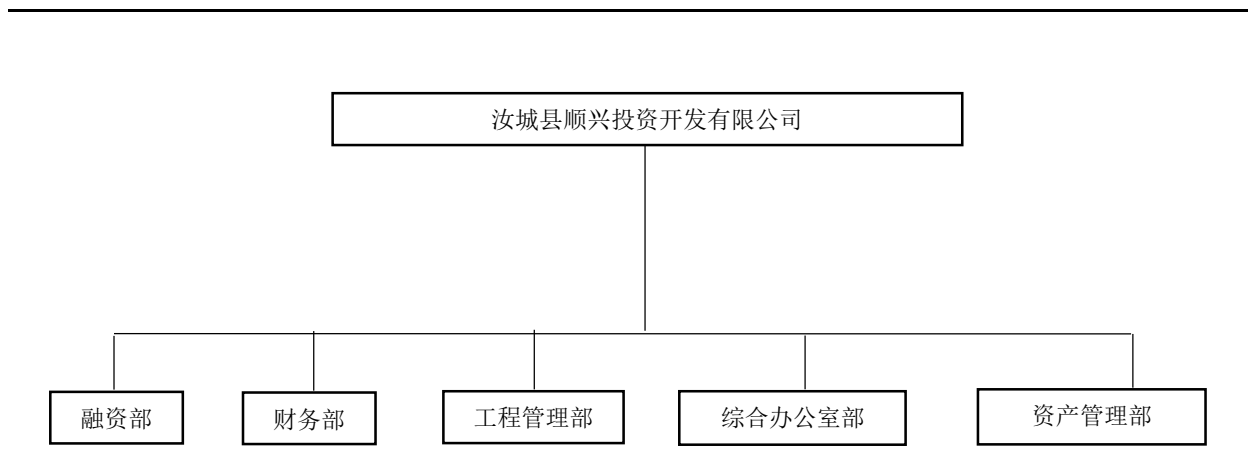
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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 | 持股比例 | 注册资本 | 业务范围 | 合并方式 |
|-----------------|---------|------|-------------------------|------|
| 汝城县顺拓实业投资发展有限公司 | 100.00% | 1.00 | 城市基础设施的投资,建设与运营;房地产开发经营 | 发起设立 |

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 销售毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 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 | 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。 |