



2019年、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）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、2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期） 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 德清债 01 /19 德清 01	AAA	AAA
20 德清债 01 /20 德清 01	AAA	AAA

评级日期

2023 年 6 月 27 日

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：德清县旅游资源丰富，工业基础尚可，经济发展仍保持较好态势，能够为德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“恒达建设”和“公司”）发展提供一定基础，公司仍保持多元化经营，水务业务、工程服务和土地开发业务持续性均较好，且在外部支持下资本实力大幅提升。此外重庆兴农融资担保集团有限公司提供的保证担保仍能有效提升“19 德清债 01/19 德清 01”和“20 德清债 01/20 德清 01”（以上两期债券合计简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主，流动性仍较弱，仍面临较大的资金支出压力，2022 年短期债务规模占比有所提升，且偿债能力指标表现不佳，仍存在较大的偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为区域内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，工程服务业务短期具备持续性，土地开发整理和水务业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	286.19	236.84	205.89
所有者权益	127.46	96.84	79.21
总债务	94.15	106.35	115.92
资产负债率	55.46%	59.11%	61.53%
现金短期债务比	0.55	0.48	0.70
营业收入	14.48	11.31	9.91
其他收益	1.74	1.97	3.18
利润总额	1.30	1.57	1.16
销售毛利率	3.24%	7.68%	2.56%
EBITDA	2.73	3.54	4.25
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.60	0.58
经营活动现金流净额	9.94	13.11	8.55

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **德清县旅游资源丰富，工业基础尚可，经济发展仍保持较好态势。**德清县 2022 年实现地区生产总值 658.2 亿元，同比增长 3.8%，高于全国平均水平。区域内旅游资源丰富，2022 年全县旅游总收入 317.33 亿元，保持较高水平。工业以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，新兴产业和高新技术产业增加值保持增长，经济发展态势较好。
- **公司仍保持多元化经营，水务业务、工程服务和土地开发业务持续性较好。**公司是德清县内的基础设施建设和国有资产运营主体，业务范围覆盖武康城东新区和康乾新区，经营业务包括安置房建设销售、基础设施建设、土地开发整理、供水等多类公益性和准公益性业务。截至 2022 年末，公司土地开发项目储备规模较大，工程服务业务具备短期持续性，供水业务范围广且收入规模有所增长，业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022 年德清县政府继续通过拨款和资产注入 29.43 亿元，提供财政补贴 1.74 亿元等方式给予公司较大力度支持，提升了公司的资本实力和利润水平。
- **保证担保仍可有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）主体信用等级为 AAA，其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信用水平。

关注

- **公司资产以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主，流动性仍较弱。**公司项目开发成本即时变现难度较大，其他应收款中的往来款回收时间存在不确定性，对公司营运资金有较大占用，整体资产流动性仍较弱。
- **公司仍面临较大的资金支出压力。**截至 2022 年末，公司土地开发业务储备项目规模较大，亦有一定规模的在建委托代建项目，且仍需较大规模的资金投入。
- **2022 年公司短期债务规模占比有所提升，且偿债能力指标表现不佳，仍存在较大的偿债压力。**2022 年末公司总债务规模有所下降，但短期债务规模上升且占总债务的比重偏高，期末公司现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
德清建发	德清县重要的基础设施建设主体，负责土地开发、安置房建设、基础设施建设等业务	658.59	293.40	28.43
恒达建设	负责德清县城东区域和康乾新区土地开发和基建业务	286.19	127.46	14.48
德清经开投	德清县东部区域及浙江德清经济开发区唯一的城市建设和投融资主体	190.45	85.76	7.64
德清建投	德清县城西片区土地开发、房屋销售、基础设施代建等业务	169.50	75.52	6.71

注：（1）德清建发为德清县建设发展集团有限公司的简称；德清经开投为浙江德清经开投资集团有限公司的简称；德清建投为德清县建设投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，各平台公开评级报告，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	5/7		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					a+
外部特殊支持					2
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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是德清县的基础设施建设和国有资产运营平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，德清县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与德清县政府的联系非常紧密以及对德清县政府非常重要。同时，中证鹏元认为德清县政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、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/19 德清债 01、20 德清债 01	2022-06-27	张伟亚、徐铭远	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx 2019V1.0） 、 外部特殊支持评级方法（cspy_ff 2019V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AAA/19 德清债 01	2019-09-18	秦风明、蒋舟宇	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx 2019V1.0） 、 外部特殊支持评级方法（cspy_ff 2019V1.0）	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 德清债 01/ 19 德清 01	7.00	5.60	2022-06-27	2026-10-28
20 德清债 01/ 20 德清 01	7.60	6.08	2022-06-27	2027-01-16

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、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月发行7年期7.00亿元公司债券（19德清债01/19德清01），于2020年1月发行7年期7.60亿元公司债券（20德清债01/20德清01）。截至2023年3月31日，本期债券募集资金专户余额为30.63万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东、实际控制人未发生变动，控股股东仍为德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”），持股比例为100.00%，实际控制人为德清县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“德清县国资办”）。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍为15.00亿元。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事德清县内的基础设施建设、土地整理业务，同时经营水务、建材销售等业务。

2023年5月，公司管理层发生较大变化，经公司控股股东德清建发党委研究决定，委派吴来忠、钟哲峰、程宁担任公司董事，其中吴来忠任公司董事长，倪琍学、章炳、陆德林不再担任公司董事；委派嵇越姣、朱丽英、姜菁华、何伟丰、曹思君任公司监事，其中嵇越姣任公司监事会主席，郭申杰、邓绪会、程宁、钟惠锋不再担任公司监事。2022年公司通过划转取得德清县明月照明工程有限公司（以下简称“德清明月”）100%股权、设立德清县清泓制水有限公司并纳入合并报表范围，注销子公司德清县春晖企业管理有限公司并剔除出合并报表范围，变化情况详见下表。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共16家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入合并报表范围子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
德清县明月照明工程有限公司	80.00	100.00%	公共路灯及亮化设施的建设、管理及维护服务	划转
德清县清泓制水有限公司	12,500.00	96.00%	污水处理	设立

2、不再纳入合并报表范围子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	剔除原因
德清县春晖企业管理有限公司	1,180.00	100.00%	房地产开发、经营	注销

资料来源：公司2022年审计报告及公开信息，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。

城投行业政策环境

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

德清县为杭州都市圈的重要节点县，县内生态和旅游资源丰富，工业基础尚可，以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，发展态势较好

区位特征：德清县为杭州都市圈重要的节点县，交通便利，生态和旅游资源丰富，区位优势较显著。德清县隶属于浙江省湖州市，位于浙江省北部，地处长三角腹地，是杭州都市圈重要节点，下辖8个镇、5个街道，县域面积936平方公里。截至2022年末，全县常住人口55.38万人，近年呈持续增长态势。德清县东望上海、南接杭州、北连太湖、西枕天目山麓，宁杭高铁、申嘉湖（杭）高速公路、京杭运河等穿境而过，县城距杭州市中心高铁仅16分钟车程，距长三角核心城市上海、宁波、南京均在2小时车程以内。此外，德清县正加快建设商合杭高铁、杭州绕城高速西复线德清段等新一批交通基础设施，持续提升其作为节点县的交通便捷度。

德清县内“五山一水四分田”，森林覆盖面积45%，是全国生态文明建设示范县，自然生态资源和旅游资源丰富，拥有国家级莫干山国际旅游度假区，具备较高的品牌知名度和影响力。县内已培育以“洋家乐”为首的高端民宿品牌，引领湖州乡村民宿旅游新业态。2022年全县实现旅游总收入317.33亿元，同比下滑11.03%。

图 1 德清县区位图



资料来源：德清县政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：德清县位列全国百强县中游，固定资产投资保持较高增速，经济发展水平较好。近年德清县地区生产总值持续增长，2022年实现GDP达658.2亿元，经济体量在湖州市“两区三县”中居第三位，同比增速为3.8%，位于湖州市前列；三次产业结构由2020年的4.6:56.1:39.3调整为2022年的4.2:57.8:37.9，工业制造业仍为地区经济的主要构成。按常住人口计算，2022年德清县人均GDP为11.89万元，是同期全国人均GDP的138.69%，经济发展水平较好。近年德清县固定资产投资总体保持较高增速，2022年增速达15.4%，其中工业投资增速为21.1%，基础设施投资同比下降15.5%。德清县房地产投资占固定资产投资的比重偏高，但商品房销售面积和销售额增速持续走低，2022年分别同比下降35.4%和37.4%，与此同时商品房待售面积同比增长182.2%，有所累库。进出口方面，德清县以出口贸易为主，占比94.03%，进口较少。2022年，对一带一路沿线国家出口额同比增长35.3%，综合而言实现进出口总额同比增长12.2%，保持了较高增速。

表2 湖州市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
吴兴区	897.30	3.50%	12.34	62.49	74.45
长兴县	853.37	4.20%	12.55	81.88	102.22
德清县	658.20	3.80%	11.89	79.84	106.61
安吉县	582.40	0.90%	9.79	62.48	89.54

南浔区	559.24	3.50%	10.24	39.55	50.50
-----	--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：各区县2022年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 德清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）	658.2	3.8%	615.5	8.7%	544.1	2.6%
固定资产投资	-	15.4%	-	15.5%	-	6.9%
社会消费品零售总额	-	4.4%	-	9.4%	-	1.4%
进出口总额	313.4	12.2%	279.4	30.1%	215.4	13.1%
人均 GDP（元）	118,852		112,201		122,787	
人均 GDP/全国人均 GDP	138.69%		138.56%		169.49%	

注：“-”表示数据未公布；2021 年及 2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得，2022 年根据 2022 年末全县常住人口计算所得。

资料来源：2020-2022 年德清县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：德清县工业以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为主导产业，发展态势较好。

德清县工业基础尚可，以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居为三大主导产业，正推动地理信息+、通用航空等战略性新兴产业成为赶超支柱，同时布局北斗时空、智能网联汽车、人工智能三大未来产业，拥有浙江鼎力、佐力药业、我武生物、三星新材、完美环球和兔宝宝等上市公司，其中鼎力机械入选全国智能制造创新 50 强。2022 年全县实现工业增加值 348.2 亿元，同比增长 3.7%，其中战略性新兴产业增加值 106.1 亿元，同比增长 4.0%；高新技术产业增加值 182.4 亿元，同比增长 5.3%，发展态势良好。

财政及债务水平：近年来德清县财力有所波动，财政自给能力有所下滑但整体尚可，政府债务余额扩张较快。2022 年受留抵退税因素影响，德清县一般公共预算收入略有下滑，同期卫生健康支出大幅增长 63.4%以及镇（街道）财政体制结算转列一般公共预算支出等因素，以致 2022 年德清县一般公共预算支出增速较快，财政自给率下滑较多。同期德清县政府性基金收入同比上年小幅下滑，其中国有土地使用权出让收入达 97.97 亿元，占比很高，对土地市场的依赖程度较大。在推进减税降费的背景下，2022 年德清县增值税有所下滑，以致税收收入占比下降，但企业所得税和个人所得税仍在增长，整体税收质量尚可。政府债务方面，近年来全县地方政府债务余额规模快速扩张，三年复合增长率为 22.37%。

表4 德清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	79.84	83.25	67.08
税收收入占比	81.26%	89.07%	88.20%
财政自给率	78.61%	104.09%	85.76%
政府性基金收入	106.61	110.89	89.48
地方政府债务余额	146.34	108.85	97.72

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 年德清县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年 3 月末，德清县已发债的投融资主体有 12 家，其中一级平台为 4 家，分别为“德清建发”、德清县文化旅游发展集团有限公司（以下简称“德清旅发”）、湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“莫干山高新”）和浙江省德清县交通水利投资集团有限公司（简称“德清交投”）；其中德清建发是德清县最核心的城投平台，下属发债子公司主要有“德清建投”、“恒达建设”和“德清经开投”。德清旅发主要负责德清县的文化旅游产业建设运营，下属发债子公司主要有德清县文化旅游控股有限公司（以下简称“德清文旅”）；莫干山高新为莫干山高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，下属发债子公司主要有德清恒丰建设发展有限公司（以下简称“恒丰建设”）、德清联创科技新城建设有限公司（以下简称“联创科技”）和德清启点智能生态城市建设发展有限公司，具体见下表。整体来看，区域内城投平台职能划分较为清晰。

表5 德清县主要投融资主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
德清建发	德清县国资办	293.40	55.45%	28.43	308.53	德清县重要的基础设施建设主体，负责土地开发、安置房建设、基础设施建设等业务
德清旅发	德清县国资办	124.59	51.34%	9.28	81.32	德清县重要的文化旅游产业建设运营主体
莫干山高新	莫干山高新技术产业开发区管委会	344.68	64.64%	4.87	413.35	莫干山高新技术产业开发区最重要的城市基础设施建设及园区运营主体
德清经开投	德清建发	85.76	54.97%	7.64	70.54	德清县东部区域及浙江德清经济开发区唯一的城市建设和投融资主体
恒丰建设	莫干山高新	130.16	54.88%	7.37	51.92	莫干山高新技术产业开发区内土地整理和基础设施投资建设业务
联创科技	莫干山高新	155.10	57.02%	9.29	139.86	湖州莫干山高新技术产业开发区综合性建设开发及国有资产管理经营主体
德清建投	德清建发	75.52	55.44%	6.71	50.31	德清县城西片区土地开发、房屋销售、基础设施代建等业务
恒达建设	德清建发	127.46	55.46%	14.48	106.49	负责德清县城东区域和康乾新区土地开发和基建业务
德清交投	德清县国资办	164.48	56.79%	24.22	132.22	负责德清县内交通、水利基础设施建设和土地开发业务

德清文旅	德清旅发	13.48	73.60%	3.07	22.71	负责德清县基础设施建设、广播电视业务，以及旅游景点运营等业务
------	------	-------	--------	------	-------	--------------------------------

注：除恒丰建设、德清文旅外，净资产、资产负债率和营业收入为 2022 年末/2022 年度数据，总债务为 2021 年末/2021 年度数据。恒丰建设、德清文旅均为 2021 年末/2021 年数据。德清旅发、德清经开投、恒丰建设、德清文旅、德清交投总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项。

资料来源：Wind、公开评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是德清县的基础设施建设和水务业务运营主体之一，承接了德清县城东区域、康乾新区片区大量工程项目建设、土地开发整理和安置房建设销售业务，持续性较好，但结算安排受委托方影响以致收入规模有所波动，且业务盈利能力较弱

公司仍是德清县内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事德清县城东区域、康乾新区片区的基础设施建设、土地开发整理和安置房建设销售业务。2022年通过政府回购，公司确认较大规模的安置房销售收入，为当期公司营收的主要来源；水务业务收入在工业用水增长的带动下有所增加，工程服务业务收入规模较上年波动不大，但公司2022年末确认土地开发整理收入。此外，公司还经营建材销售、租赁等其他业务，对公司收入有一定补充。

公司各业务盈利能力均较弱，2022年房产销售业务主要以政府回购安置房为主，业务利润率较低；水务业务仍处于亏损状态，委托代建、工程施工业务和建材销售业务毛利率仍很低。整体来看，2022年公司毛利率同比有所下滑，盈利能力仍较弱。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售	6.41	44.39%	5.16%	0.22	2.01%	51.56%
公共事业板块	4.20	29.09%	-2.03%	2.95	27.01%	-2.99%
工程服务板块	1.76	12.19%	1.79%	1.63	14.93%	1.59%
建材销售	1.46	10.11%	3.95%	2.18	19.96%	4.43%
土地开发	-	-	-	3.37	30.86%	16.67%
其他	0.63	4.36%	17.16%	0.55	5.04%	19.81%
合计	14.44	100.00%	3.06%	10.92	100.00%	7.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）房产销售业务

跟踪期内公司承建的康乾安置小区交付销售，带动房产销售业务收入规模大幅增长

2022年公司房产销售业务收入规模大幅增加，该业务运营主体主要由公司本部和子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”），运营的房产项目均为安置房。根据德清建开和德清县住房和

城乡建设局（以下简称“德清住建局”）签订的《德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）政府购买服务补充协议》，房产销售业务主要展业地块为康乾新区地块，公司负责安置房建设施工，建设完毕后由德清住建局通过购买服务向德清建开支付费用，资金来源于财政资金。

2022年德清住建局回购公司建设的康乾安置小区（一期）金鹅山家园西区，公司获得收入6.41亿元，平均单价为7,054元/平方米，业务毛利率同比上年大幅下降主要系交付小区建设安置成本波动较大所致。截至2022年末，公司尚有待售安置房面积52,826.55平方米，未来收入确认有一定保障，且该项目回款情况较好。

表7 2022 年公司房产销售业务收入明细（单位：万元、平方米）

项目名称	销售面积	销售收入	待售面积
康乾安置小区（一期）金鹅山家园西区	90,802.34	64,053.69	52,826.55
合计	90,802.34	64,053.69	52,826.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程服务板块业务

工程服务板块主要包括委托代建及工程施工业务，跟踪期内公司工程施工业务收入规模尚可，但盈利能力仍偏弱；公司尚有一定规模的在建委托代建业务，具备短期持续性

跟踪期内公司委托代建业务仍主要由公司本部、子公司德清建开和德清县城市投资开发有限公司（以下简称“德清城开”）负责，项目委托方为德清县住建局和德清县教育发展有限公司¹。业务模式仍以工程进度确认收入为主，或工程项目完工达到可使用状态时，委托方对公司完工项目进行验收，在验收合格后确认结算价款并支付结算资金，结算价款由投入成本加成一定比例构成，项目前期资金来源于公司自筹。

此外，公司受湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“高新集团”）委托，负责智能生态城城市客厅项目代建业务，同其签订项目代建协议书。根据约定，公司按照工程进度每年末在工程建设成本的基础上加成一定比例确认收入，项目建设完工后由高新集团负责回购，并支付结算资金，项目前期资金来源于公司自筹。截至2022年末，公司尚未确认由高新集团委托代建的项目收入。

2022年公司结转的项目合计实现委托建设收入0.52亿元，盈利能力仍较弱。截至2022年末，公司在建的委托代建项目合计总投资9.45亿元，已投资3.60亿元，尚需投资5.85亿元，累计确认收入1.39亿元。公司尚有一定规模的在建委托代建项目，具备短期的持续性。

表8 截至 2022 年末公司在建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	累计确认收入
德清县新高中	56,085.00	22,087.89	9,827.13

¹ 德清县教育发展有限公司实控人为德清县教育局。

德清县莫舞路南延工程	12,000.00	6,859.56	2,428.33
德清县规划五号路（虎山路-莫舞路段）工程	6,000.00	2,442.43	1,674.28
乾元新区新塘路工程	4,138.00	1,449.07	0.00
德清县人民医院（德清县中医院）公共卫生楼建设工程	3,500.00	2,303.66	0.00
德清县职业中专产教融合项目工程	12,800.00	808.18	0.00
合计	94,523.00	35,950.79	13,929.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程施工业务仍主要由子公司德清县德城园林绿化工程服务有限公司（以下简称“德城绿化”）和子公司德清县市政工程有限公司（以下简称“德清市政”）作为运营主体。其中德城绿化主要从事绿化工程施工、市政公用工程施工等业务，德清市政拥有市政公用工程施工总承包二级和建筑工程施工总承包三级资质，承接项目主要通过邀请招标和公开市场招标方式取得。

2022年公司确认工程施工业务收入1.24亿元，收入主要来自德清县城市建设发展总公司、浙江德清经济开发区管理委员会等，均为德清县内政府部门和国有企业，项目收入来源有保障，但业务盈利能力较弱，且结算安排和回款时间均存在一定不确定性。

（三）土地开发

公司土地开发业务储备项目规模较大，业务持续性好，但2022年公司未确认土地开发业务收入，相关收入实现受市场环境及政府规划等因素影响，存在不确定性，且在建项目仍需较大规模投入，公司面临较大的资金支出压力

土地开发业务仍由公司及其子公司德清建开作为运营主体，主要负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发工作。项目委托方仍主要为德清县人民政府和德清县自然资源和规划局，公司负责完成土地一级开发涉及的土地征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，前期开发资金由公司自筹，待相关地块达到出让条件后，分批移交给德清县自然资源和规划局，德清县人民政府以土地开发成本加成20%与公司结算收益。2022年受政府部门规划和结算安排影响，公司未确认土地出让业务收入。

截至2022年末，公司主要在建土地开发项目计划总投资158.65亿元，已投资113.68亿元，尚需投资44.96亿元，公司存货中亦尚有已整理完成尚未出让的土地开发成本59.99亿元，公司在手土地开发项目规模较大，该业务持续性较好。未来随着相关地块陆续整理出让，有望实现规模可观的收入，但相关收入实现时点受区域土地市场及政府土地出让计划等影响，存在不确定性；此外，在开发土地尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表9 截至 2022 年末公司主要在建土地开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
康乾新区土地开发项目	93.77	70.44	23.33

武康城东新区土地开发项目	64.88	43.24	21.64
合计	158.65	113.68	44.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）公共事业板块

公司水务业务稳定性较好，但2022年仍处于经营亏损状态，对公司利润水平有所拖累

公司公共事业板块为水务业务，仍主要由下属子公司德清县水务有限公司（以下简称“德清水务”）负责，经营模式仍为德清水务购入原水，由专业制水公司加工处理后再由德清水务对外销售，供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区。水价方面，德清县居民生活用水实行阶梯式水价制度，最终到户价格3.00元/吨-5.00元/吨不等；非居民用水中，服务业用水4.70元/吨，工业用水5.00元/吨，特种用水6.80元/吨，到户水价中包含污水处理费（生活用水0.85元/吨、服务业用水1.50元/吨、工业及特种用水1.80元/吨）及水源保护补偿资金0.20元/吨。2022年，随着单价较高的工业用水户数大幅增加，公司实现水务收入4.20亿元，规模较上年大幅增长，但漏损率大幅提升，该业务近年经营持续亏损，对公司整体利润水平有所拖累。

表10 近年公司供水业务情况

项目名称	2022 年	2021 年
供水户数（万户）	18.24	16.62
供水总量（万立方米）	8,079.32	7,779.00
售水总量（万立方米）	6,631.55	6,570.00
管网漏损率（%）	9.10	6.65
供水户数（万户）	18.24	16.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）建材销售业务

跟踪期内公司建材销售业务主要客户为在建项目施工方，对公司收入形成补充，但盈利贡献有限，且有一定垫资压力

建材销售业务主要由子公司德清县城市资产经营管理有限公司负责，主要经营钢材贸易。公司对上游供应商采用货到付款与预付款结合的结算方式，对下游客户主要采用货到付款的结算方式，存在一定账期。跟踪期内钢贸业务主要针对集团自身项目开展，一方面把控自有项目的钢材品质，另一方面与公司自有项目的施工单位开展贸易业务，账款回收风险有所减小。定价方面，公司以钢材市场行情价为基础，根据项目及施工单位的实际情况确定最终定价，有一定的议价能力。

2022年公司建材销售业务专注于自有项目，主要客户包括中天建设集团有限公司、浙江长城建设集团物资有限公司、上海开本建设工程有限公司、浙江中荣建设有限公司和中国建筑一局（集团）有限公司等施工方。该业务收入规模同比降幅较大，但仍对公司营收形成一定补充，该业务给公司带来一定的垫资压力。2022年钢材价格前高后低，公司建材销售价格亦有所波动，调价相对滞后以致业务毛利率同

比上年略有下滑，盈利表现较弱。

2022年公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为德清县内重要的城投平台和基础设施建设、水务运营主体之一，2022年持续获得来自德清县政府部门的外部支持。资本注入方面，公司获得德清县人民政府、德清县财政局和德清县国资办划入的苗木、林木资源合计5.23亿元、管网资产11.65亿元、人防车位4.87亿元、财政拨款7.05亿元、德清明月股权和房屋资产划入等合计29.43亿元，计入资本公积，较大提升了公司资本实力。财政补助方面，公司获得德清县财政局拨入的公用事业运营补贴1.74亿元，计入其他收益，提高了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

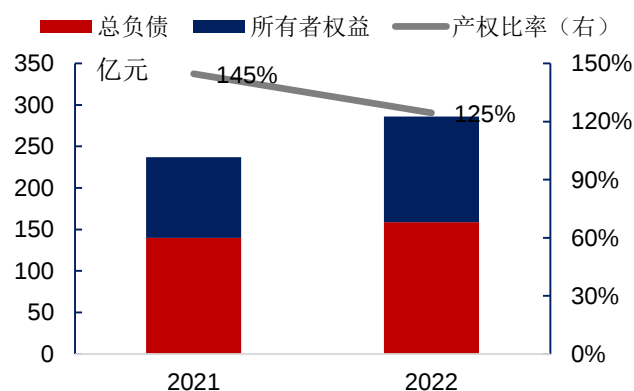
以下分析基于经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告采用新会计准则。2022年公司合并范围变化见表1。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共16家，详见附录四。

资本实力与资产质量

随着公司增加项目投入，2022年总资产规模持续增长；公司资产以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主，对公司营运资金形成较大占用，资产流动性仍较弱

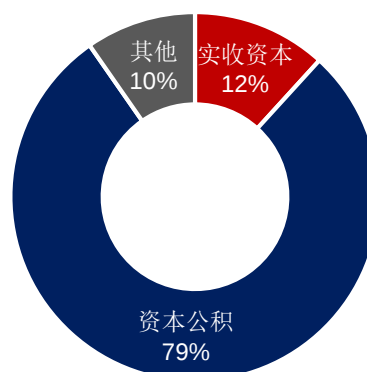
2022年随着管网、车位、财政拨款、德清明月股权和房屋等资产注入，以及公司经营效益留存推动未分配利润小幅增加，所有者权益同比上年大幅增长，截至2022年末，资本公积为其主要构成。为覆盖项目支出以及偿还过往债务，2022年公司同控股股东德清建投的往来款增加，公司负债规模有所增长。综合影响下公司产权比率有所下降，所有者权益对债务的保障程度有所增强，但保障水平仍较弱。

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

随着公司工程项目建设和土地开发业务持续投入，2022年公司总资产规模同比增长20.84%至286.19亿元。截至2022年末，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，应收账款主要为应收钢贸商品款，应收对象主要为公司自有项目的施工方，金额非常分散，前五大应收对象包括中天建设集团有限公司、德清县城市建设发展总公司和恒德建设集团有限公司等，其中包括部分民营企业，需关注账款回收风险。其他应收款主要为公司与德清县城市建设发展总公司、德清县新农村建设投资有限公司等当地国有单位的往来款，较上年同比有所增加且规模较大，占总资产的比重为23.28%，其中前五大应收对象占其他应收款比重为90.14%，集中度较高，回收风险可控，但回收时间不确定且部分账期较长，对营运资金造成较大占用。2022年公司存货账面价值继续增长，主要系公司对安置房项目、代建项目和土地开发业务进行资本投入，以及持续划入苗木、林木资源等资产所致，其中消耗生物性资产达15.23亿元，短期未见效益。截至2022年末，公司存货中共有1.70亿元的项目开发成本用于借款抵押而受限。

非流动资产方面，投资性房地产均为房屋及建筑物，2022年账面价值较上年波动不大，因所持房屋公允价值变动而有小幅增长，其中共有账面价值为8.35亿元的投资性房地产因借款抵押而受限。固定资产为房屋及设备，2022年新增12.08亿元污水管网资产，致固定资产规模较上年大幅增加127.43%。其他非流动资产为融资租赁保证金，2022年公司划出5.71亿元停车收费权资产致其他非流动资产账面价值大幅下降。

总体来看，公司资产以项目开发成本和同区域内其他国有企业的往来款为主。项目开发成本即时变现难度较大；其他应收款回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用；用于借款抵质押的货币资金、投资性房地产和项目开发成本合计12.57亿元，占年末总资产的4.39%，公司资产流动性仍较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.45	6.80%	15.96	6.74%
应收账款	1.52	0.53%	2.37	1.00%
其他应收款	66.64	23.28%	60.84	25.69%
存货	139.21	48.64%	114.51	48.35%
流动资产合计	229.54	80.20%	196.70	83.05%
固定资产	29.77	10.40%	13.09	5.53%
投资性房地产	18.24	6.37%	18.18	7.68%
其他非流动资产	0.35	0.12%	6.12	2.59%
非流动资产合计	56.66	19.80%	40.14	16.95%
资产总计	286.19	100.00%	236.84	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年公司房产销售规模增加带动营收增长，但业务盈利能力仍较弱，政府补助对利润贡献很大

2022年公司营业收入主要来自房产销售、供水和工程代建业务，建材销售业务对收入有一定补充，营收同比上年增长28.03%。2022年公司未确认土地开发业务收入，公司该业务储备项目规模较大，未来业务来源有保障，但其受政府规划和结算安排影响，收入存在不确定性。截至2022年末，公司仍有较大规模的在建项目，存货中亦有较大规模的代建工程项目开发成本和已完工未结转的合同履约成本，对公司工程代建业务收入持续性形成较好支撑，但该业务毛利率不高。

公司水务业务收入规模尚可，2022年亏损幅度有所收窄，但对公司盈利仍有拖累；建材贸易业务盈利能力仍较弱。整体来看，2022年公司销售毛利率有所下滑，盈利能力较弱。此外，2022年公司收到计入其他收益的政府补助1.74亿元，帮助公司利润总额由亏转盈，政府补助对公司利润贡献很大。

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	14.48	11.31
营业利润	1.28	1.57
其他收益	1.74	1.97
利润总额	1.30	1.57
销售毛利率	3.24%	7.68%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司总债务规模有所压降，其他应付款主要为同控股股东德清建发的往来款，存在一定偿付弹性，但公司短期借款规模仍较大，且偿债能力指标表现不佳，仍存在较大偿债压力

2022年随着公司控股股东的应付往来款大幅增加，公司负债规模继续扩大。截至2022年末，公司负债总额同比增长13.38%至158.73亿元。从结构来看以流动负债为主，银行借款和应付往来款为公司负债的主要构成。

流动负债方面，公司短期借款同比有所增长，其中保证借款12.70亿元，占比最高，另有部分抵押借款。其他应付款主要为与当地国企和政府单位的往来款，2022年增幅较大主要系公司和控股股东德清建发的往来款持续大幅增长至44.54亿元，存在一定偿付弹性。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券和长期借款，其规模较大，致使公司短期偿债压力有所增加。

非流动负债方面，公司长期借款和应付债券规模均有所压降。长期借款主要包括保证借款和抵押借款，抵押物主要为项目未来收益权、房屋建筑物和土地使用权。2022年公司未在公开市场新发债券。

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	17.80	11.22%	11.40	8.14%
其他应付款	48.07	30.28%	27.63	19.73%
一年内到期的非流动负债	17.76	11.19%	21.90	15.65%
流动负债合计	94.74	59.68%	66.03	47.17%
长期借款	38.40	24.19%	42.50	30.36%
应付债券	20.19	12.72%	30.55	21.82%
非流动负债合计	64.00	40.32%	73.97	52.83%
负债合计	158.73	100.00%	140.00	100.00%
总债务	94.15	59.31%	106.35	75.97%
其中：短期债务	35.56	22.40%	33.30	23.79%
长期债务	58.59	36.91%	73.05	52.18%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司资产负债率为55.46%，较上年有所下降，但财务杠杆水平仍偏高。公司现金短期债务比上升，但现金类资产对短期债务的保障程度仍处于较差水平，且公司EBITDA利息保障倍数持续表现不佳，亦不能对利息进行有效覆盖，公司面临较大的偿债压力。

截至2022年末，公司本部尚有银行授信余额35.58亿元。公司流动性需求主要来自项目建设和债务还本付息，2022年公司经营活动产生的现金流量净额为9.94亿元，回款情况尚可，考虑到公司仍有较大规模的在建项目需资金投入，公司存在较大的资金需求。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	55.46%	59.11%
现金短期债务比	0.55	0.48
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.60

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 表现良好，组织架构设置可以满足日常经营活动需要

环境因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 6 月 7 日）和公司提供的《德清县恒达建设发展有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》（截至 2023 年 6 月 7 日）（以下简称“说明”），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

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。

公司治理

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。截至 2022 年末，公司组织架构图如附录三所示。

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8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，公司对外担保余额为7.07亿元，占当期期末净资产的比重为5.55%，担保对象为国有企业，但无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表15 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
德清县城市建设发展总公司	7,355.47	2024.01.13	否
	13,298.16	2023.05.25	否
	11,500.00	2023.02.18	否
	9,800.00	2023.07.14	否
	13,500.00	2037.09.01	否
德清恒创建设发展有限公司	2,900.00	2023.01.10	否
德清县启通贸易发展有限公司	2,900.00	2023.01.10	否
浙江众创地理信息科技有限公司	2,500.00	2023.02.15	否
	2,000.00	2023.07.10	否
德清科技新城芯片科技有限公司	2,500.00	2023.02.15	否
	2,400.00	2023.01.10	否
合计	70,653.63	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是德清县政府下属城投公司。德清县国资办间接持有公司93.94%的股权。中证鹏元认为公司面临债务困难时，德清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）公司与德清县政府的联系是非常紧密的。公司实控人为德清县国资办，德清县政府部门对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力。同时业务上，公司业务一大部分来源于德清县政府及区域内其他国有企业，公司近年收到的资产划拨亦来自于德清县政府，预计未来公司与德清县政府的联系比较稳定。

（2）公司对德清县政府非常重要的。公司近年为区域提供市政工程建设、土地开发整理、安置房建设销售和水务等公用类产品，公司对政府有一定贡献。若公司违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平

兴农担保对公司本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保。在本期债券存续期间和到期时，如公司不能兑付债券本金或利息，兴农担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行担保责任。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。经监督机构及审批机关批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担本担保函项下的保证责任。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

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，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（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 16 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 17 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全额无条件不可撤销连带责任的保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

从区域环境来看，2022年德清县经济实力持续提升，实现地区生产总值658.2亿元，同比增长3.8%，高于全国平均增速；一般公共预算收入79.84亿元，受留抵退税因素影响有所下滑，但税收占比仍较高，收入结构尚可。县内以旅游业为优势产业，工业方面县内以高端智能装备、生命健康及绿色智能家居三大主导产业。公司作为德清县内重要的城投平台之一，以及城东区域和康乾新区的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补助上都能够获得德清县政府部门的支持。公司安置房建设销售和土地开发整理业务持续性较好，工程服务业务具备短期持续性，亦有水务业务收入作为补充，能够为公司经营收入提供支撑。从偿债能力来看，2022年公司总债务规模持续压降，但短期债务规模仍较大，现金类资产对短期债务的保障程度和EBITDA对利息的保障程度均偏弱，公司偿债压力仍然较大。整体来看，公司抗风险能力尚可。

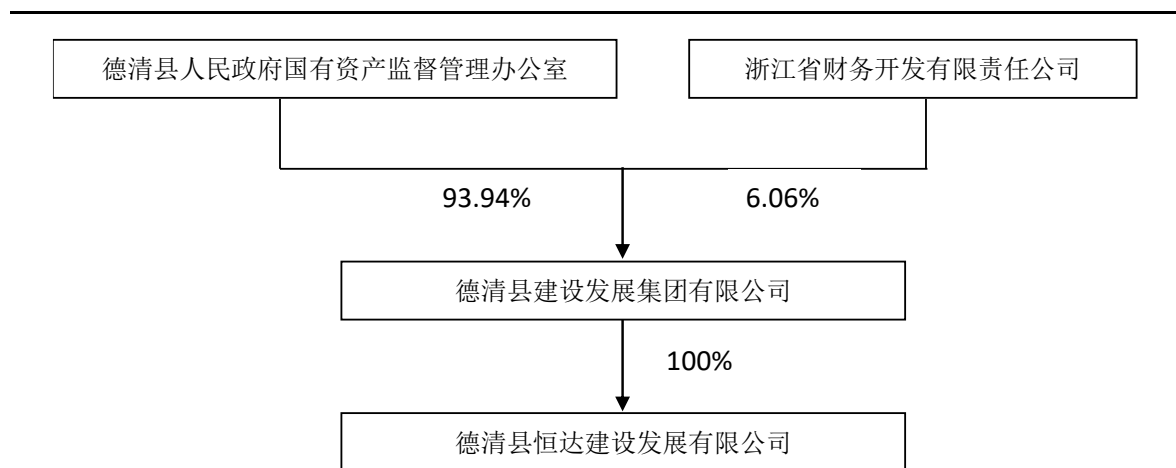
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	19.45	15.96	18.61
其他应收款	66.64	60.84	72.17
存货	139.21	114.51	74.63
流动资产合计	229.54	196.70	170.10
固定资产	29.77	13.09	21.16
在建工程	0.27	0.04	2.43
非流动资产合计	56.66	40.14	35.79
资产总计	286.19	236.84	205.89
短期借款	17.80	11.40	8.77
应付账款	2.48	3.82	3.26
其他应付款	48.07	27.63	6.54
一年内到期的非流动负债	17.76	21.90	17.63
流动负债合计	94.74	66.03	36.71
长期借款	38.40	42.50	62.55
应付债券	20.19	30.55	26.97
长期应付款	0.13	0.14	0.15
非流动负债合计	64.00	73.97	89.97
负债合计	158.73	140.00	126.68
其中：短期债务	35.56	33.30	26.40
总债务	94.15	106.35	115.92
所有者权益	127.46	96.84	79.21
营业收入	14.48	11.31	9.91
营业利润	1.28	1.57	1.16
其他收益	1.74	1.97	3.18
利润总额	1.30	1.57	1.16
经营活动产生的现金流量净额	9.94	13.11	8.55
投资活动产生的现金流量净额	0.07	-4.63	-0.75
筹资活动产生的现金流量净额	-5.61	-10.79	-9.17
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	3.24%	7.68%	2.56%
资产负债率	55.46%	59.11%	61.53%
短期债务/总债务	37.77%	31.31%	22.77%
现金短期债务比	0.55	0.48	0.70
EBITDA（亿元）	2.73	3.54	4.25
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.60	0.58

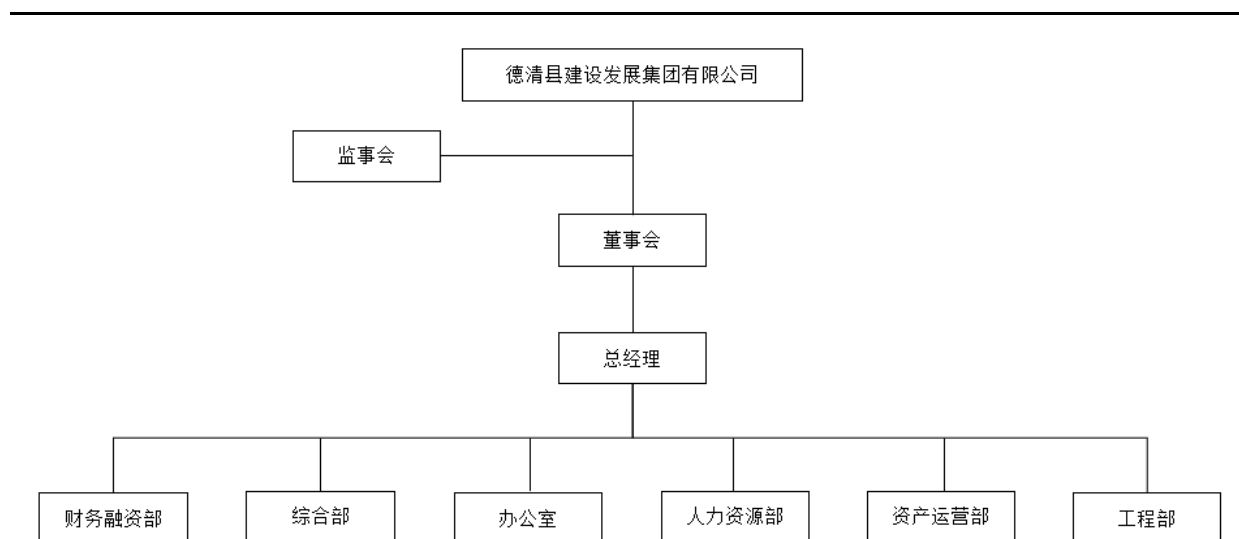
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
德清县建设开发有限公司	60,600.00	82.51%	基础设施、土地开发
德清县城市投资开发有限公司	50,000.00	100.00%	基础设施、土地开发
德清县城市资产经营管理有限公司	30,000.00	100.00%	资产管理、投资管理
德清县德城园林绿化工程服务有限公司	15,000.00	100.00%	绿化工程施工、养护
德清县市政工程有限公司	9,509.39	100.00%	市政工程建设
德清县建安建设工程检测有限公司	535.00	100.00%	工程实体质量检测、装修材料、咨询
德清县明月照明工程有限公司	80.00	100.00%	工程施工
德清县市场经营管理有限公司	100.00	100.00%	市场经营管理、市场开发建设
德清县建设发展集团停车场管理有限公司	20,000.00	100.00%	停车场及相关设施建设运营
浙江德清之芯信息科技有限公司	1000.00	60.00%	软件和信息技术服务
德清县金睿达投资管理有限公司	72,000.00	51.39%	资产投资管理
德清县水务有限公司	15,600.00	100.00%	供水生产及供应
德清县水司水暖管道有限公司	800.00	100.00%	水暖管道销售
德清县兴源市政工程有限公司	500.00	100.00%	市政建设
德清县恒丰污水处理有限公司	300.00	100.00%	污水处理
德清县清泓制水有限公司	12,500.00	96.00%	污水处理

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开信息，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。