



2017年第一期、2018年第一期嘉禾铸都发展集团有限公司公司债券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：

2017年第一期、2018年第一期嘉禾铸都发展集团有限公司公司债券 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
PR 嘉禾 01/17 嘉禾铸都 01	AAA	AAA
PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：嘉禾县以铸锻造为支柱产业，近年来工业和服务业快速增长，经济实现较快增长；嘉禾铸都发展集团有限公司（以下简称“嘉禾铸都”或“公司”）作为嘉禾县重要的基础设施建设主体，在建基础设施建设项目较多，代建业务持续性较有保障，同时，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保能有效提升“PR 嘉禾 01/17 嘉禾铸都 01”、“PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都 01”的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司大量资产沉淀在土地、项目建设投入和应收款项，整体流动性较弱，债务规模较大，叠加项目建设资本开支需求，资金压力及债务压力较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时间内仍将作为嘉禾县重要的基础设施建设主体，业务持续性较有保障。

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮
chenlw@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年	2021年	2020年
总资产	236.77	224.03	216.68
所有者权益	152.33	154.56	151.51
总债务	71.31	54.83	51.08
资产负债率	35.66%	31.01%	30.08%
现金短期债务比	0.41	0.35	0.94
营业收入	10.23	11.31	10.81
其他收益	0.60	0.00	0.00
利润总额	0.97	1.03	1.03
销售毛利率	18.72%	16.09%	17.91%
EBITDA	2.32	1.84	2.00
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.61	0.77
经营活动现金流净额	0.15	-4.19	2.04

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 嘉禾县以铸锻造为支柱产业，近年来工业和服务业快速增长，经济实现较快增长。在以传统铸锻造为核心的工业、以高贸流通为典型的服务业双引擎推动下，嘉禾县经济实现较快增长，2022年嘉禾县实现GDP 169.13亿元，同比增长5.80%。
- 公司是嘉禾县重要的基础设施建设主体，业务持续性较好。公司主要从事嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发等业务，2022年末在建基础设施建设项目较多，代建业务持续性较有保障。
- 兴农担保提供的保证担保仍能有效提升“PR 嘉禾01/17 嘉禾铸都01”、“PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都01”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，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR 嘉禾01/17 嘉禾铸都01”、“PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都01”的信用水平。

关注

- 公司大量资产沉淀在土地、项目建设投入和应收款项，整体流动性较弱。截至2022年末，存货、在建工程、应收账款和其他应收款合计占公司总资产的比例达83.28%，存货中土地短期内难以集中变现，项目建设投入及应收代建工程款的回笼依赖于财政资金的统筹安排，且存在较大规模受限资产。
- 公司债务规模较大，叠加项目建设资本开支需求，资金压力及债务压力较大。随着项目建设资金投入，公司资金缺口主要通过外部融资平衡，2022年末总债务规模大幅上升至71.31亿元，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数表现较弱，叠加后续在建项目资本开支，未来仍需通过再融资平衡。

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	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					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

- 公司是嘉禾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，嘉禾县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与嘉禾县政府的联系非常紧密以及对嘉禾县政府非常重要。同时，中证鹏元认为嘉禾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	2022-6-26	蒋申、张涛	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	AA+	2017-5-15	余佳徽、蒋申	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
PR 嘉禾 01/17 嘉禾铸都 01	8.00	1.60	2022-6-26	2024-5-25
PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都 01	4.00	1.60	2022-6-26	2025-3-13

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2017年5月、2018年3月分别发行了7年期8.00亿元公司债券和7年期4.00亿元公司债券，两期债券共募集资金12.00亿元，募集资金计划用于嘉禾县污水处理厂及配套污水管网工程项目合计3.20亿元、嘉禾县城乡供水一体化建设工程项目合计4.00亿元和补充流动资金合计4.80亿元。截至2022年12月31日，“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”募集资金账户余额为221,752.45元，“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”募集资金账户余额12,579.36元。

三、发行主体概况

公司是嘉禾县主要的投融资平台，主要从事嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发、自来水供应及自来水管道的安装等业务。2022年公司名称、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、实收资本分别为7.02亿元和6.42亿元，嘉禾县财政事务中心仍为公司控股股东及实际控制人，持有公司75.38%股权，公司股权结构图详见附录二。2022年公司新增1家纳入合并报表范围的子公司，2022年末公司合并范围内子公司共15家，详见附录四。

表1 2022年新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	业务性质	合并方式
嘉禾县兴嘉建设发展有限公司	100.00%	1.00	商业服务业	新设

资料来源：公司2022年审计报告、公开资料，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

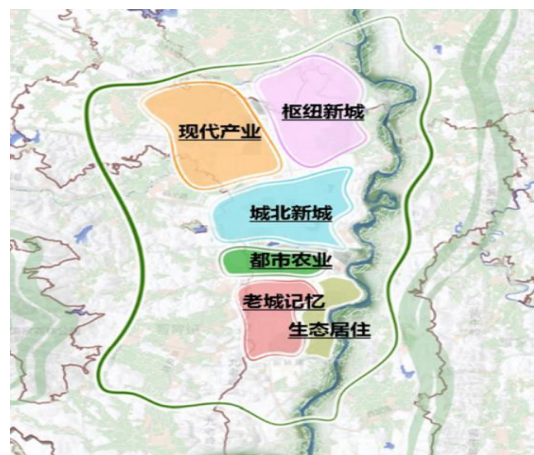
嘉禾县是湖南省地域面积最小、人口密度最大的县份之一，以铸锻造为支柱产业，近年来工业和服务业快速增长，综合财政实力有所提升，但仍属于经济总量小、财政自给率较低的区域，经济发展水平欠佳

区位特征：嘉禾县是湖南省地域面积最小、人口密度最大的县份之一，铸锻造为其传统特色支柱产业。嘉禾县是郴州市下辖县，全县土地面积699.33平方公里，占郴州市总面积的3.61%、湖南省总面积的0.3%，是湖南省地域面积最小的县。嘉禾县通用机场建设、铁路互通进程仍在推进中，目前以干线公路网为主要支撑，积极融入南至广州（粤港澳大湾区）、北至长沙（长株潭）、西连桂林、东接赣州的三小时交通经济圈。嘉禾县有200余年的铸锻造历史，被评为“湖南省铸造产业基地”、“中国铸造产业集群试点县”、“江南铸都”、“中国锻造之乡”等，是中国铸造产业主要集群县之一。嘉禾县下辖9镇1乡，截至2021年末常住人口34.17万人，较2010年的29.68万人有所上升，人口密度大，城镇化率50.19%。

图1 郴州市区位图



图2 嘉禾县中心城区规划



资料来源：郴州市人民政府网站、嘉禾县国土空间总体规划公示材料

经济发展水平：在以传统铸锻造为核心的工业、以商贸流通为典型的服务业双引擎推动下，嘉禾县经济实现较快增长，但经济总量小，人均GDP较低，经济发展水平欠佳。近年嘉禾县经济保持较快增长，增速高于全国和郴州市平均水平，工业和服务业是嘉禾县两大增长引擎，2022年第二、第三产业分别增长7.3%和5.1%，三次产业结构比为15.6:39.9:44.5。工业方面，嘉禾县利用自身铸锻造历史经验，淘汰落后产能，不断转型相关产业、扩大升级工业园区，打造出巨人机床、湘南铸业、南宏铸造、雷氏精密机械、众合铸业、福顺机械共6家企业产值超过5亿元企业，2022年主要工业产品中，铸铁件188万吨，铸造机械3,081台，十种有色金属1,761吨，发电量2.6亿千瓦时。服务业方面，嘉禾县推进联海国际商贸城、农博港农贸市场、萝卜青菜生鲜菜市场等6个重点商贸流通项目建设，引入京东云仓入驻园区。

2022年嘉禾县实现地区生产总值169.13亿元，在郴州市11个区县中排名第8，但经济总量小；GDP增速5.80%。从经济增长驱动因素看，2022年规模以上工业增加值增长8.3%，主导产业快速发展；固定资产投资持续较快增长，主要系基础设施投资、工业技改投资大幅增长；嘉禾县主动融入“一带一路”，鼓励支柱产业开拓国外贸易的推动下，进出口总额呈大幅增长。房地产方面，2022年嘉禾县房地产开发投资额5.49亿元，同比下降41.9%，商品房销售面积和销售额分别为34.89万平方米、13.10亿元，同比分别下降16.4%和27.0%。由于人口密度大，嘉禾县人均生产总值约为全国平均水平的57%，经济发展水平欠佳。

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	16.80
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	-	9.33	10.19
安仁县	134.4	5.80%	3.84	28.79	5.7	-
汝城县	108.18	5.70%	3.17	-	5.64	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 嘉禾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）	169.13	5.80%	157.5	8.90%	143.6	3.7%

固定资产投资	-	13.3%	-	9.6%	-	8.7%
社会消费品零售总额	49.52	2.3%	48.4	14.2%	42.4	-3.0%
进出口总额	79,122 (万元)	43.0%	8,565 (万美元)	78.85%	4,800.0 (万美元)	68.4%
人均 GDP (万元)		4.95		4.61		4.18
人均 GDP/全国人均 GDP		57.76%		56.92%		57.69%

注：“-”表示数据未公开披露；2021-2022年人均GDP采用采用2021年末常住人口数计算。

资料来源：嘉禾县2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，郴州市2022年统计年鉴，中证鹏元整理

发展规划及机遇：根据《嘉禾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》，嘉禾县“十四五”发展目标是全力打造“一都四县”：“一都”指围绕嘉禾县传统铸造业，持续推进产业转型升级，把智能装备制造作为首位产业，大力发展精密铸造、数控机床装配、功能部件生产等领域的现代装备制造业，构建具有现代产业体系的“江南精铸之都”；“四县”指打造“湖南城乡一体化精品县”、“湘南温泉文旅特色县”、“湖南县域社会治理现代化试点县”、“湖南县域综合改革示范县”。规划主要依托原有的资源禀赋、产业优势，短期来看能持续目前发展水平。

财政及债务水平：近年来嘉禾县综合财政实力持续提升，财政自给率仍较低。近年嘉禾县一般公共预算收入持续增长，主要系土地增值税、增值税、企业所得税增速较快；受土地出让安排影响，政府性基金收入维持增长态势。2022年嘉禾县实现一般公共预算收入9.33亿元，在郴州11个区县排名第五；政府性基金收入10.19亿元，同比增长3.14%，整体综合财政实力有所提升。嘉禾县财政自给水平较低，近年来财政自给率约30%，仍主要依赖于上级转移支付。债务余额维持扩张态势，2022年债务余额53.24亿元，同比增长12.77%，与一般公共预算收入增速基本匹配。

表4 嘉禾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	9.33	8.55	7.64
税收收入占比	73.31	72.74%	70.08%
财政自给率	30.18%	32.72%	28.21%
政府性基金收入	10.19	9.88	8.13
地方政府债务余额	53.24	47.21	43.08

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：嘉禾县财政预、决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，嘉禾县主要城投平台仅1家，为嘉禾铸都发展集团有限公司，主要负责嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发、自来水供应及自来水管安装等。

五、经营与竞争

公司作为嘉禾县主要的投融资平台，主要从事嘉禾县基础设施项目建设等业务，2022年公司收入仍主要来自代建业务，水费收入及其他业务收入丰富了公司的收入来源；公司在建基础设施建设项目

较多，业务持续性较有保障，但主要在建项目投入资金量较大，面临较大的资金压力；土地出让及整理业务易受当地财政规划及房地产市场影响，业务收入波动较大

作为嘉禾县主要的投融资平台，公司主要从事嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发、自来水供应及自来水管网安装等业务，其他业务主要是投资性房地产对外出租形成的租赁收入。2022年公司收入和毛利润仍主要来自代建业务。

表5 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
代建收入	9.23	90.22%	16.67%	9.81	86.75%	16.67%
土地出让及整理收入	-	-	-	0.46	4.04%	-27.67%
自来水费收入	0.49	4.78%	41.16%	0.54	4.80%	25.49%
其他	0.03	0.33%	5.90%	0.03	0.31%	24.38%
主营业务	9.75	95.33%	17.86%	10.85	95.89%	15.27%
其他业务	0.48	4.67%	36.30%	0.46	4.11%	35.23%
合计	10.23	100.00%	18.72%	11.31	100.00%	16.09%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司承担的基础设施建设项目较多，代建业务持续性较有保障，但主要在建项目投入资金量较大，面临较大的资金压力；土地出让及整理业务受当地财政规划及房地产市场影响较大，业务收入波动较大

公司是嘉禾县主要的土地开发和基础设施投资建设主体，公司基础设施建设业务采取代建模式；土地整理业务主要分为代建模式和招拍挂出让后返还收入模式。子公司嘉禾县坦塘工业园开发投资有限公司（以下简称“工业园开发公司”）承担坦塘工业园区区域内的基础设施建设及土地整理任务；公司本部及其他子公司承担嘉禾县境内（除坦塘工业园外）区域的基础设施建设及土地整理任务。

根据公司与嘉禾县人民政府（以下简称“县政府”）签订的《嘉禾县基础设施建设项目及土地整理开发项目委托代建协议书》，县政府授权公司及其子公司对嘉禾县的基础设施建设项目及土地整理开发项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地。县政府支付公司投资项目所发生的实际支出成本，原则上按照不低于上述投资成本的20%（坦塘工业园内基础设施建设项目按15%）支付管理服务费，成本返还和管理服务费均由嘉禾县财政局（以下简称“县财政局”）分期支付。具体项目及项目建设成本由公司每年年终汇总列表，报予县政府或财政局核准，并同时确认收入。实际回款受嘉禾县财政资金安排影响，存在一定滞后性。

2022年公司确认代建收入9.23亿元，主要来源于文化演艺中心、城区供水管网建设工程、教育新城等项目，毛利率水平保持稳定。

表6 2022年公司代建收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
文化演艺中心	26,483.45	22,069.54
城区供水管网建设工程	19,124.69	15,937.25
教育新城	14,451.72	12,043.10
城乡供水工程	10,099.95	8,416.63
纵十五路项目	9,263.86	7,719.88
纵十四路项目	4,217.26	3,514.38
滨江大道项目	3,560.28	2,966.90
春陵河沿江风光带	3,071.26	2,559.38
禾仓路、和谐路项目	1,998.85	1,665.71
合计	92,271.32	76,892.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在土地开发整理业务方面，公司及其子公司（嘉禾县坦塘工业园开发投资有限公司除外）根据嘉禾县政府的授权委托，对嘉禾县政府指定的配置用地进行整理开发，负责具体的融资、投资、实施、土地平整、配套设施建设以及项目管理等各项工作。嘉禾县财政局按照公司承建的土地开发整理项目工程年度实际完成金额，支付相应工程款项。嘉禾县政府指定嘉禾县财政局对公司在承建项目所发生的全部实际投资额进行评审，经评审确认的项目全部实际投资额加上项目管理费和资金占用费（按投资额的20%计算）确定为项目整体收购价款。收购价款由县财政局出具结算确认函进行确认并负责支付，形成公司的土地开发整理业务收入。2022年公司未确认土地出让及整理收入，考虑到土地出让业务规模及盈利情况受当地财政规划及房地产市场影响较大，业务收入波动较大。

截至2022年末，公司主要在建的基础设施项目预计总投资16.74亿元，至少尚需投资6.87亿元，未来项目量较为充足，收入持续性较有保障，但面临较大的资金压力。

表7 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	累计总投资	项目类型
嘉禾铸都智造产业园建设项目	97,696.59	41,536.20	代建
文化演艺中心	32,120.87	23,879.26	代建
城区供水管网建设工程	18,350.32	15,937.25	代建
一中体艺馆	8,872.00	8,937.37	代建
城乡供水工程	10,327.42	8,416.63	代建
合计	167,367.20	98,706.71	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水费收入及其他业务收入丰富了公司的收入来源，对公司利润提供了较好补充

水费业务主要来自于子公司嘉禾县自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”），自来水公司主要负责嘉禾县区域内的自来水供应及管道安装。截至2022年末，子公司共拥有水厂4个，设计日供水

能力为6.00万吨。2022年公司实现水费收入0.49亿元，毛利率为41.16%，毛利率较上年大幅上升，主要是有新增水管，损耗变少，供水能力趋于成熟，处理成本降低。

本期债券募投项目中，嘉禾县污水处理厂及配套污水管网工程项目计划总投资59,573.34万元，嘉禾县城乡供水一体化建设工程项目计划总投资72,112.00万元，由于征地和施工条件、天气因素等原因，导致该项目建设放缓。嘉禾县污水处理厂及配套污水管网工程项目，项目运营周期22年，完工后项目收益主要来源于污水处理费收入和中水回用收入。嘉禾县城乡供水一体化建设工程项目完工后项目收益主要来源于居民用水，非居民用水和特种用水产生的水费收入。由于项目进度不达预期，后续收益情况存在不确定性。

其他业务主要为租赁业务，系子公司嘉禾县众兴资产经营有限公司出租投资性房地产取得的收入。截至2022末，公司拥有投资性房地产账面价值17.40亿元，主要为商铺，分布在嘉禾县城中心地带。

总体来说，水费收入及其他收入规模不大，毛利率相对较高，丰富了公司的收入来源，并对公司的利润提供了一定的补充。

因收回划拨土地及补交划拨土地出让金及契税，2022年公司资本公积有所减少，但仍获得较大规模的财政补贴

2022年因政府无偿收回以前年度划拨的坦塘工业园土地减少资本公积0.62亿元，因公司补交2013年前划拨土地的出让金及契税冲减资本公积2.58亿元。2022年公司收到政府补助0.60亿元，计入其他收益和营业外收入，增加公司利润水平。

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亚太（集团）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年公司新增1家纳入合并报表范围的子公司，2022年末公司合并范围内子公司共15家，详见附录四。

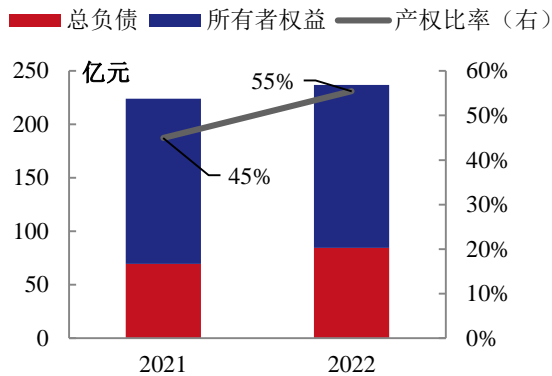
资本实力与资产质量

受债务融资驱动，2022年公司总资产规模保持增长，仍主要由土地使用权、项目建设投入和应收款项组成，土地和项目建设投入短期内难以集中变现，应收款项对营运资金形成占用，且存在较大规模受限资产，整体资产流动性较弱

2022年公司总资产保持增长，主要由负债驱动。随着债务融资增加，2022年公司总负债同比显著增长。因政府收回划拨的土地和公司补交划拨土地的出让金及契税，2022年公司净资产规模较上年有所下降。

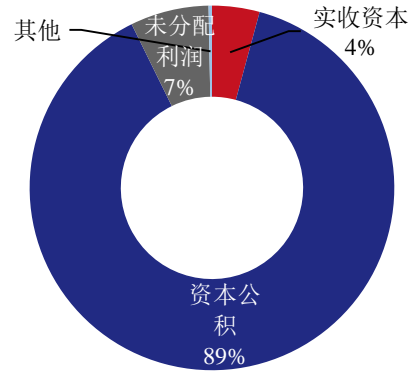
降。综合影响下，2022年公司产权比率上升至55.43%，所有者权益对负债的保障程度仍较好。截至2022年末，公司所有者权益仍以政府注入资产形成的资本公积为主。

图3 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4 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

作为嘉禾县重要的基础设施建设主体，公司收到了政府注入的大量土地资产，随着项目建设沉淀了较大规模的资金在存货和在建工程；项目结算后受财政资金安排影响回款较慢，形成较大规模的应收账款和长期应收款，截至2022年末，存货、在建工程、应收账款、长期应收款和其他应收款合计占公司总资产的比例达83.83%。

截至2022年末，公司存货主要由开发成本、待转让土地使用权和整理成本构成，账面余额分别为17.39亿元、128.08亿元和7.15亿元。待转让土地使用权主要为商服、居住和商居用地，其中公益性土地14宗，账面价值合计3.99亿元，另有2宗价值1.21亿元的土地未办妥权证；整理成本即土地使用权，为子公司工业园开发公司在坦塘工业园区区域内持有的土地资产，共73.86万平方米，主要为商业用地、居住用地和工业用地等；开发成本主要是代建项目未结转成本，因当期结算较少而新增投入较大，2022年末账面价值较上年增长5.08%。受项目投入增加影响，截至2022年公司在建工程账面价值增长至12.26亿元，部分为代建项目。

公司应收账款主要为应收嘉禾县财政局的代建工程款，规模较大，对营运资金形成占用。其他应收款主要为往来款，前五大其他应收款占比69.92%，其中含0.97亿元对嘉禾县山水房地产开发有限公司的股权转让款、0.91亿元对汇华房地产开发有限公司的股权转让款，上述两家公司为民营企业，存在一定坏账风险。

公司投资性房地产主要为商铺，均采用成本法计量，因外购房产规模较大，2022年末投资性房地产同比大幅增长，2020-2022年该部分资产每年为公司带来0.46亿元左右的租赁收入。公司无形资产主要是土地使用权，用途主要为商服或商业用地，2022年末有18宗土地未办理权证，账面价值合计为3.13亿元。公司货币资金主要为银行存款，因新增债务融资规模较大，2022年末货币资金同比显著增长。

截至2022年末，公司受限资产主要包括存货-土地使用权、投资性房地产、固定资产、货币资金和无形资产，合计52.20亿元，占同期末总资产的比重22.05%。

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	4.72	1.99%	2.68	1.20%
应收账款	25.36	10.71%	24.02	10.72%
其他应收款	6.94	2.93%	5.46	2.44%
存货	152.62	64.46%	149.65	66.80%
流动资产合计	192.70	81.39%	190.11	84.86%
在建工程	12.26	5.18%	9.44	4.21%
无形资产	8.67	3.66%	8.32	3.72%
投资性房地产	17.40	7.35%	10.71	4.78%
非流动资产合计	44.07	18.61%	33.92	15.14%
资产总计	236.77	100.00%	224.03	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年公司收入规模小幅下降，代建业务持续性较好，政府补助有效提升了公司利润水平

公司主要从事嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发、自来水供应及自来水管道的安装等业务，2022年受代建项目结算规模下降及未实现土地整理开发业务收入影响，营业收入同比有所下降。毛利率方面，随着毛利率相对较高的代建收入占比提升和自来水业务毛利率上升，2022年公司销售毛利率小幅上升。考虑到2022年末公司主要在建基础设施建设项目较多，代建业务持续性较有保障，但土地整理业务受当地财政规划及房地产市场影响较大，业务收入波动较大。

2022年公司收到政府补助0.60亿元，计入其他收益和营业外收入，占同期利润总额的比重达64.76%，有效提升了公司利润水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	10.23	11.31
营业利润	0.94	1.01
其他收益	0.60	0.00
利润总额	0.97	1.03
销售毛利率	18.72%	16.09%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年末公司债务规模大幅上升，现金类资产对短期债务及盈利对债务付息的保障程度均较弱，仍面临较大的债务压力

公司债务以刚性债务为主。2022年末公司总债务同比增长较快，占负债总额的比例为84.45%，债务中长期债务占比为83.86%。公司债务类型以银行借款、债券为主，2022年末占总债务的比重分别为78.84%和15.58%。银行借款以质押借款、抵押借款及保证借款为主，其中固定利率的长期借款利率区间为4.65%-7.50%。应付债券为“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”、“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”和“20嘉禾01”未偿余额，债券票面利率分别为6.50%、7.50%和6.50%，2023年11月“20嘉禾01”进入回售期，回售金额5.20亿元，若投资者行使回售权，届时公司将面临较大的资金压力。非标借款为湖南省财信信托有限责任公司1.33亿元信托借款（利率6.70%）。其他融资包括中国农发重点建设基金有限公司、湖南省扶贫开发投资有限公司和湖南省保障性安居工程投资有限公司的款项。

其他负债方面，公司其他应付主要为应付政府及事业单位的往来款，长期应付款（合计）中专项应付款主要系专项债券资金。

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
短期借款	0.60	0.71%	0.60	0.86%
其他应付款	3.61	4.28%	9.74	14.02%
一年内到期的非流动负债	10.05	11.90%	6.41	9.22%
流动负债合计	14.56	17.25%	17.65	25.41%
长期借款	51.02	60.42%	34.65	49.88%
应付债券	7.36	8.72%	10.80	15.55%
长期应付款（合计）	10.15	12.02%	5.29	7.62%
非流动负债合计	69.88	82.75%	51.82	74.59%
负债合计	84.44	100.00%	69.47	100.00%
总债务	71.31	84.45%	54.83	78.92%
其中：短期债务	11.51	13.63%	7.59	10.93%
长期债务	59.80	70.81%	47.23	67.99%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着债务融资增长，2022年末公司资产负债率小幅上升，但资产负债水平不高。受2022年末公司货币资金规模上升影响，同期末现金短期债务比有所上升，但公司现金类资产对短期债务的保障程度仍较弱。2022年末公司EBITDA利息保障倍数亦有所上升，但公司盈利对利息的保障程度仍较弱。

公司资金需求主要来自于项目建设和债务的还本付息，2022年公司经营活动净现金流虽有所改善，

但截至2022年末，公司在建项目尚需投入较大资金，持续的项目建设亦给公司带来较大的建设资金支出压力，此外，截至2022年末，公司短期债务规模达11.51亿元，短期内存在一定流动性缺口。

表11 公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年
资产负债率	35.66%	31.01%
现金短期债务比	0.41	0.35
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.61

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

环境方面，根据《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因空气污染、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，根据公开查询，2022年10月20日国家税务总局湖南省税务局发布欠税公告，公司印花税欠税金额18,563.1元。此外，2022年7月和2022年10月公司因未按照规定期限办理纳税申报和报送纳税资料而违反税收管理规定，被责令限期改正。

治理方面，公司战略定位较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、行政法规的规定，制定了公司章程，建立了现代法人治理结构，设有财务部、法务部、投资融资部等部门，详见附录三。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。

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9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，公司存在1笔对外担保，金额0.40亿元，未设置反担保，金额较小，或有负债风险可控。

表12 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
嘉禾县人民医院	4,000.00	2025/10/19	否

合计	4,000.00	--	--
----	----------	----	----

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是嘉禾县政府下属重要企业，截至2022年末嘉禾县财政事务中心持有公司75.38%股权，嘉禾县经济开发区管理委员会持有公司10.09%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，临武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) 公司与嘉禾县政府的联系非常紧密。公司由政府接近全资拥有，嘉禾县政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务主要为代建业务，业务基本来源于政府部门；近年来政府对公司的支持力度一般，预计未来公司与政府的关系将保持稳定。

(2) 公司对嘉禾县政府非常重要。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的连带责任保证担保有效提升了“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”、“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”的信用水平

兴农担保为“PR 嘉禾 01/17 嘉禾铸都 01”、“PR 嘉禾债/18 嘉禾铸都 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保范围包括债券本金、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；保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。担保函约定经国家发展和改革委员会批准，债券利率、期限、还本付息方式发生变更时，未加重担保人责任的，不需另行通知并征得担保人同意，担保人继续在原担保范围内承担担保函项下的保证责任。

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13 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，主体信用评级通常在 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14 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长期信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”、“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”的信用等级水平。

十、结论

在以传统铸锻造为核心的工业、以商贸流通为典型的服务业双引擎推动下，近年嘉禾县经济实现较快增长。作为嘉禾县主要的投融资平台，公司主要从事嘉禾县基础设施项目建设、土地整理开发、自来水供应及自来水管道的安装等业务，虽然在项目建设带来较大的资金压力，债务规模快速上升，现金类资产对短期债务及盈利对利息偿付的覆盖程度较弱，但考虑到公司承担的基础设施建设项目较多，代建业务持续性较有保障。整体来看，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能有效提升“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”、“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”的信用等级水平。

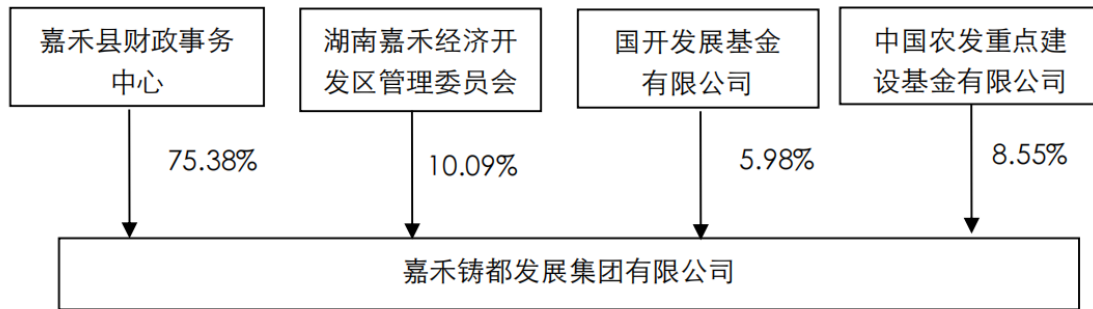
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“PR嘉禾01/17嘉禾铸都01”、“PR嘉禾债/18嘉禾铸都01”的信用等级均为AAA。

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	4.72	2.68	7.59
应收账款	25.36	24.02	22.38
其他应收款	6.94	5.46	4.60
存货	152.62	149.65	141.41
流动资产合计	192.70	190.11	185.69
固定资产	3.50	2.59	1.79
在建工程	12.26	9.44	8.39
投资性房地产	17.40	10.71	11.01
非流动资产合计	44.07	33.92	30.99
资产总计	236.77	224.03	216.68
短期借款	0.60	0.60	1.26
应付账款	0.05	0.11	0.28
其他应付款	3.61	9.74	11.49
一年内到期的非流动负债	10.05	6.41	6.83
流动负债合计	14.56	17.65	20.40
长期借款	51.02	34.65	24.85
应付债券	7.36	10.80	13.20
长期应付款（合计）	10.15	5.29	5.30
长期应付款	2.30	4.93	4.94
非流动负债合计	69.88	51.82	44.77
负债合计	84.44	69.47	65.17
其中：短期债务	11.51	7.59	8.09
总债务	71.31	54.83	51.08
所有者权益	152.33	154.56	151.51
营业收入	10.23	11.31	10.81
营业利润	0.94	1.01	1.01
其他收益	0.60	0.00	0.00
利润总额	0.97	1.03	1.03
经营活动产生的现金流量净额	0.15	-4.19	2.04
投资活动产生的现金流量净额	-10.33	-1.04	-5.77
筹资活动产生的现金流量净额	12.54	-0.20	8.67
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	18.72%	16.09%	17.91%
资产负债率	35.66%	31.01%	30.08%
短期债务/总债务	16.14%	13.85%	15.84%
现金短期债务比	0.41	0.35	0.94
EBITDA（亿元）	2.32	1.84	2.00
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.61	0.77

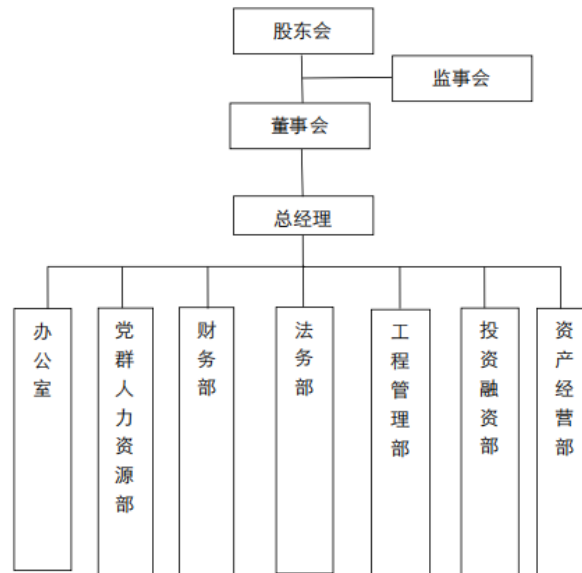
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

公司名称	持股比例	主营业务
嘉禾县坦塘工业园开发投资有限公司	98.00%	工业园基础设施建设
嘉禾县城乡建设与发展有限责任公司	100.00%	城乡基础设施建设
嘉禾县自来水有限责任公司	100.00%	自来水生产供应、项目工程运营管理
嘉禾县禾仓煤业有限公司	100.00%	能源投资、管理服务
嘉禾县禾仓农林牧发展有限公司	100.00%	农林牧生产与销售、水利工程建设
嘉禾县天堑通达投资有限公司	100.00%	交通基础设施建设投资与融资
嘉禾县开元融通建设投资有限公司	92.02%	基础设施建设与投资
嘉禾县扶贫开发投资有限公司	100.00%	县域内易地扶贫搬迁项目的投资及建设
嘉禾嘉盛融资担保有限责任公司	100.00%	融资担保
嘉禾县晋屏晚翠建设投资有限公司	100.00%	基础设施建设
嘉禾铸都产业发展有限公司	100.00%	产业投资
嘉禾县春陵温泉开发有限责任公司	100.00%	温泉及旅游产业
嘉禾铸都园区投资有限公司	100.00%	水电站等设计和开发
嘉禾铸都乡村建设开发有限公司	100.00%	城乡基础设施建设
嘉禾县兴嘉建设发展有限公司	100.00%	商务服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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