

2017 年襄城县灵武城市开发建设有限公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



报告编号：中鹏信评【2020】跟踪第【699】号 01

债券简称：17 襄城灵武债/17 襄城债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口融资担保有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2024 年 11 月 10 日

债券偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在存续期第 3-7 年末分别按照发行总额的 20%偿还本金

分析师

姓名：马琳丽 胡长森

电话：010-662160006

邮箱：mall@cspengyuan.com

本期评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2017 年襄城县灵武城市开发建设有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 29 日	2019 年 06 月 27 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对襄城县灵武城市开发建设有限公司（以下简称“襄城灵武”或“公司”）及其 2017 年 11 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司工程施工收入及安置房销售收入来源较有保障，获得的外部支持力度较大，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）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了公司资金压力较大，资产流动性较弱，面临较大的刚性债务压力及或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**襄城县工业以煤炭、化工、机械等产业为主，工业经济持续发展。2019 年襄城县地区生产总值为 452.5 亿元，同比增长 7%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司工程施工收入及安置房销售收入来源较有保障。**截至 2019 年末，公司主要在建代建项目总投资 59.39 亿元，已投资 25.29 亿元；主要在建安置房项目总投资 23.01 亿元，已投资 7.97 亿元，工程施工收入及安置房销售收入来源较有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2019 年襄城县人民政府向公司注入资本金 1.00 亿元，公司资本公积相应增加。2018-2019 年公司分别获得财政补贴 1.40 亿元和 1.20 亿元，有效提升了公司的利润水平。

- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

### 关注：

- **公司面临较大的资金压力。**公司经营性现金流表现较差，2019 年净流出 2.07 亿元。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 51.95 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地资产和工程施工为主，2019 年末应收款项合计 37.56 亿元，占总资产的 33.76%；土地资产价值 25.92 亿元，占总资产的 23.30%，其中 14.97 亿元土地已抵押；工程施工为 33.25 亿元，占总资产的 29.89%，整体资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的刚性债务压力。**2019 年末公司有息债务为 35.53 亿元，占总负债的 81.86%，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.53，面临较大的刚性债务压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额 11.15 亿元，占年末净资产的比重为 16.43%，均未设置反担保措施。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2020 年 6 月 12 日），公司本部有关关注类对外担保余额 22,045.46 万元，不良类对外担保余额 2,979.01 万元，存在较大的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,112,531.13	1,075,251.13	992,894.03
所有者权益	678,464.12	667,686.33	576,850.67
有息债务	355,328.38	366,740.40	382,168.58
资产负债率	39.02%	37.90%	41.90%
现金短期债务比	0.37	1.19	8.16
营业收入	83,477.58	70,973.06	64,349.36
其他收益	12,000.00	14,000.00	10,000.00
利润总额	16,082.62	17,143.33	15,921.35
综合毛利率	25.89%	16.05%	15.47%
EBITDA	29,217.17	22,695.87	20,206.31
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.37	1.18
经营活动现金流净额	-20,725.88	-56,216.03	-132,672.33
收现比	0.75	0.92	1.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017 年和 2018 年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得  
资料来源：重庆进出口 2017-2019 年审计报告、重庆进出口提供，中证鹏元整理

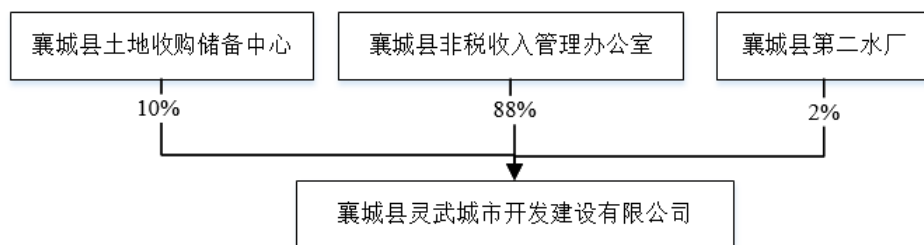
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月10日发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6亿元用于襄城县电子商务创新创业园项目，4亿元计划用于补充流动资金项目。截至2020年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为14.97万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，注册资本仍为25,000.00万元，襄城县非税收入管理办公室、襄城县土地收购储备中心及襄城县第二水厂持股比例分别为88%、10%和2%，襄城县人民政府为公司实际控制人。

图1 截至2019年末公司产权控制关系图



资料来源：公司提供

2019年公司合并报表范围增加三家子公司，分别为襄城县金阳房地产开发有限公司、襄城县星辰物业管理有限公司和襄城县鑫福城市开发有限公司。

表1 2019年公司合并报表范围增加子公司情况（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例
襄城县星辰物业管理有限公司	1,000.00	100.00%
襄城县金阳房地产开发有限公司	10,000.00	100.00%
襄城县鑫福城市开发有限公司	5,000.00	51.00%

资料来源：公司2019年审计报告

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础



## 设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### 2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期

债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

### 襄城县经济保持较快增长，以煤炭、化工、机械等产业为主的工业经济持续发展

襄城县经济保持较高增速。2018年襄城县地区生产总值分别为371.9亿元，同比增长8.7%。其中，第一产业增加值32.6亿元，同比增长4.0%，增速与上年持平；第二产业增加值177.0亿元，同比增长9.5%，增速较2017年提高4.3个百分点；第三产业增加值162.3亿元，同比增长8.9%。三次产业结构由2017年的9.3：49.2：41.5调整为2018年的8.8：47.6：43.6。按常住人口计算，2018年襄城县人均GDP为53,719元，为全国人均GDP的83.10%。

襄城县工业以煤炭、化工、机械等产业为主，2018年工业增加值增速为9.10%，保持较快增速。2018年全年煤炭开采和洗选业增加值6.4亿元，下降15.3%；炼焦工业增加值15.7亿元，增长23.8%；农副食品加工业增加值0.4亿元，增长0.5%；化学原料和化学制品制造



业增加值39.7亿元，增长36.3%；电气机械和器材制造业增加值10亿元，增长12.3%，非金属矿物制品业增加值3亿元，下降27.4%；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业增加值1.7亿元，下降22.9%，医药制造业增加值0.8亿元，增长22.4%；化学纤维制造业增加值0.2亿元，下降18.5%。主要能源和原材料生产方面，全年焦炭产量320.2万吨，同比增长23%；洗煤产量53.2万吨，同比增长12.3%；小麦粉产量7.1万吨，同比下降18.4%。

从拉动地区经济增长的要素来看，投资、消费增速均有所下滑，2018年进出口总额负增长。2018年襄城县固定资产投资同比增长9.5%，社会消费品零售总额同比增长10.3%，进出口总额同比减少4.41%。2018年工业投资比上年下降26.9%，第三产业投资增长92.5%，房地产开发投资增长31.4%。产业集聚区固定资产投资增长11.4%，循环经济产业集聚区固定资产投资下降26.8%，特色商业区固定资产投资增长44.5%。

**表2 襄城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	371.9	8.7%	349.3	7.1%	330.2	9.2%
第一产业增加值	32.6	4.0%	32.5	4.4%	33.1	3.8%
第二产业增加值	177.0	9.5%	171.9	5.2%	170.1	8.7%
第三产业增加值	162.3	8.9%	144.9	10.2%	127.0	11.6%
工业增加值	160.1	9.1%	158.2	5.2%	158.2	8.6%
固定资产投资	-	9.5%	321.7	13.5%	283.3	17.2%
社会消费品零售总额	68.0	10.3%	85.2	12.1%	70.0	12.5%
进出口总额（万美元）	8,209	-4.4%	8,588	8.2%	7,915	13.2%
存款余额	288.2	1.7%	283.5	18.8%	238.6	21.9%
贷款余额	194.1	11.2%	174.6	12.3%	155.5	18.2%
人均 GDP（元）	53,719		50,763		48,289	
人均 GDP/全国人均 GDP	83.10%		85.75%		89.46%	

注：人均 GDP 按照 GDP/常住人口计算。

资料来源：2016-2018 年襄城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年襄城县实现公共财政收入19.00亿元，同比增长10.6%；实现政府性基金收入12.92亿元，同比增长70.53%。

根据襄城县人民政府官网，2019年襄城县实现地区生产总值452.5亿元，增长7%，人均GDP<sup>5</sup>为65,362元，规模以上工业增加值增长8.7%，固定资产投资增长5.2%，一般公共预算收入20.54亿元，增长8.1%。

<sup>5</sup>襄城县 2019 年人均 GDP 尚未披露，采用襄城县 2019 年 GDP 除以 2018 年常住人口近似得出。

## 四、经营与竞争

公司是襄城县重要的城市基础设施建设主体。2019年公司实现营业收入8.35亿元，同比增长17.62%，其中工程施工和安置房销售收入合计为7.55亿元，占营业收入的比重达90.44%；公司综合毛利率为25.89%，较上年大幅提升9.84个百分点，主要系2019年公司新增毛利率较高的安置房销售收入以及房屋出租收入大幅增长所致。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	38,005.89	16.67%	69,544.54	16.07%
安置房销售	37,487.43	25.59%	0.00	-
房屋出租	7,922.22	71.00%	1,337.01	9.36%
餐饮	0.25	-415.51%	0.00	-
其他	61.80	100.00%	91.51	100.00%
<b>合计</b>	<b>83,477.58</b>	<b>25.89%</b>	<b>70,973.06</b>	<b>16.05%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司工程施工收入波动较大，未来收入来源较有保障，但面临较大的资金压力

作为襄城县基础设施投融资及建设的重要主体，公司受襄城县人民政府的委托，承担着襄城县主要道路、水源工程、排水绿化等基础设施的建设任务，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司作为项目代建方，与襄城县人民政府签订《项目委托开发合作协议书》，襄城县人民政府将襄城县基础设施建设项目委托公司投资建设，公司再与具体的建设单位签订《工程建设委托协议书》，将项目委托给具体的建设单位建设。工程建设款的结算方式为按年结算，公司每年与襄城县人民政府及建设单位就共同确认的工程建设进度，结算当年相应的工程建设款。公司与具体的建设单位结算当年建设成本，建设成本由建设单位的前期费用、全部工程施工费用、设备及工器具购置费用和工程建设管理成本和其他费用等投入构成，襄城县人民政府按照公司与建设单位确定的当期结算成本上浮一定比例，与公司结算当期工程建设款，公司据此确认工程施工收入。

2019年公司实现工程施工收入3.80亿元，同比减少45.35%，主要系2019年结算收入的项目较少所致；毛利率为16.67%，较2018年提高0.60个百分点，较为稳定，系工程施工结算收入按照结算成本加成一定比例所致。

**表4 公司工程施工收入明细（单位：万元）**

年度	项目名称	结转成本	确认收入
2019年	东区域中村改造项目	9,738.76	11,686.51
	“76511”工程	21,932.82	26,319.38
	<b>合计</b>	<b>31,671.58</b>	<b>38,005.89</b>
2018年	“76511”工程	21,590.65	25,908.78
	东区域中村改造项目	20,061.84	24,074.21
	汜城大道改建工程	5,007.31	5,858.57
	G311线许襄界至库庄段大修工程	4,403.43	5,152.01
	襄城县百宁大道南延建设工程项目	3,878.14	4,537.42
	省道238线襄城县里沟至自灌渠桥段拓宽改造工程	1,858.27	2,174.18
	迎宾路升级改造项目	871.47	1,019.62
	襄城县X026紫五镇至马涧沟改建工程	390.38	456.74
	创业路、建设路、百宁大道维修、挖补罩面工程	310.28	363.01
	<b>合计</b>	<b>58,371.76</b>	<b>69,544.54</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建项目包括东区域中村改造项目、襄城县电子商务创新创业园项目和回民村安置房项目等。其中襄城县电子商务创新创业园项目为本期债券募投项目，项目分南、北两个地块，总投资14.24亿元，截至2019年末已投资12.45亿元，其中襄城县电子商务创新创业园2#楼及襄城县文博中心部分大楼已转入投资性房地产，开始产生租金收入。

截至2019年末，公司主要在建项目合计总投资98.48亿元，已完成投资46.53亿元，尚需投资51.95亿元，公司面临较大的资金压力。其中，代建项目为“76511”工程和东区域中村改造项目，合计总投资59.39亿元，已投资25.29亿元，公司在建代建项目投资规模较大，未来工程施工收入仍较有保障。

**表5 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资额	已投资额	自建/代建
“76511”工程	45.80	14.80	代建
东区域中村改造项目	13.59	10.49	代建
<b>代建项目小计</b>	<b>59.39</b>	<b>25.29</b>	-
襄城县电子商务创新创业园	14.24	12.45	自建
回民村安置房项目	14.00	2.39	自建
三里沟项目	6.73	3.26	自建
烟城路西延（中段）安置房	2.28	2.32	自建
大食堂建设项目	0.72	0.35	自建

常庄市场改造提升建设项目	1.12	0.47	自建
<b>自建项目小计</b>	<b>39.09</b>	<b>21.24</b>	-
<b>总计</b>	<b>98.48</b>	<b>46.53</b>	-

资料来源：公司提供

### 2019 年公司新增安置房销售收入，毛利率相对较高，未来收入持续性较有保障

2019 年公司新增安置房销售收入。公司名下存量安置房由襄城县住房和城乡建设局（以下简称“襄城县住建局”）代表县政府统一购买，再由襄城县住建局对群众进行安置。考虑到建设成本、商住市场价格以及民生保障等因素，公司与襄城县住建局双方确定销售价格并签署协议，公司将房产交付襄城县住建局后结转成本确认收入。2019 年公司实现安置房销售收入 37,487.43 万元，毛利率为 25.59%。截至 2019 年末，公司主要在建安置房项目为回民安置房项目、三里沟项目、烟城路西延（中段）安置房等，总投资合计 23.01 亿元，已投资合计 7.97 亿元，公司未来安置房销售收入持续性较有保障。

### 随着自建项目投入使用，公司房屋出租收入大幅增长，毛利率大幅提高

公司用于出租的房屋主要源于政府注入及自建。2018年及以前，公司房屋租赁收入为襄城县政府注入公司的公租房、廉租房及综合楼的租金收入。2019年度，公司自建项目襄城县电子商务创新创业园2#楼及襄城县文博中心部分大楼投入使用，开始产生租金收入。受此影响，2019年公司房屋出租收入大幅增加，毛利率大幅提高。2018-2019年公司房屋出租收入分别为1,337.01万元和7,922.22万元，毛利率分别为9.36%和71.00%。

### 公司获得的外部支持力度较大

2019年襄城县人民政府向公司拨付资本金1.00亿元，公司资本公积相应增加。2018-2019年公司分别获得财政补贴1.4亿元和1.2亿元，有效提高了公司的利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围未发生变化。2019年增加三家子公司，截至2019年末公司合并报表范围共计5家子公司。

### 资产结构与质量



公司资产规模略有增长，以应收款项、土地资产和工程施工为主，资产流动性较弱。2019年末公司资产规模为111.25亿元，同比增长3.47%。其中流动资产占比为88.59%，比较稳定。

**表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4,604.16	0.41%	21,361.01	1.99%
应收账款	61,377.88	5.52%	34,849.35	3.24%
其他应收款	314,216.74	28.24%	229,623.73	21.36%
存货	588,892.28	52.93%	661,284.04	61.50%
<b>流动资产合计</b>	<b>985,642.85</b>	<b>88.59%</b>	<b>956,395.37</b>	<b>88.95%</b>
投资性房地产	75,246.23	6.76%	29,901.15	2.78%
在建工程	31,229.93	2.81%	68,379.59	6.36%
<b>非流动资产</b>	<b>126,888.28</b>	<b>11.41%</b>	<b>118,855.76</b>	<b>11.05%</b>
<b>资产合计</b>	<b>1,112,531.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,075,251.13</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为0.46亿元，较2018年末大幅减少1.68亿元，货币资金规模较小。2019年末公司应收账款为6.14亿元，同比增长76.12%，主要系工程施工及安置房项目收入回款较差所致。公司应收账款账龄均在1年以内，主要为应收襄城县住房和城乡建设局安置房项目款项和襄城县财政局工程施工款，二者合计占应收账款的98.45%。公司其他应收款主要为应收往来借款，2019年末账面价值为31.42亿元，同比增长36.84%，占总资产的比重达28.24%，已计提坏账准备1.75亿元，主要应收对象为襄城县财政局、襄城县紫云建设投资有限公司、襄城县土地收购储备中心、河南诺鑫房地产开发有限公司和襄城县利峰房地产开发有限公司等，应收对象前五名合计占比82.42%。2019年末公司应收款项合计37.56亿元，占总资产的33.76%，应收对象多为政府单位和国有企业，未来回款时间具有一定的不确定性；应收对象部分为民企，存在一定坏账风险。

公司存货主要为土地使用权和工程施工，2019年末为58.89亿元，同比减少10.95%，占总资产的比重达52.93%，其中工程施工为33.25亿元，土地使用权为25.64亿元。工程施工主要为76511工程、东区域中村改造项目和三里沟项目等项目的投资。土地使用权为30宗土地，较上年减少一宗，系襄城县人民政府以等价货币资金置换公司一宗土地所致。土地性质大多数为政府作价出资，土地类型大多数为商住用地或居住用地，面积合计202.02万平方米，其中已抵押土地账面价值合计14.97亿元。此外，公司无形资产亦为1宗土地，2019年末账面价值为0.29亿元。

2019年末公司投资性房地产（按成本计量）为7.52亿元，同比增长151.65%，在建工程为3.12亿元，同比减少54.33%，主要系襄城县电子商务创新创业园项目部分工程达到预计可使用状态，从在建工程转入投资性房地产所致。

截至2019年末公司受限资产为存货中的土地使用权，账面价值14.97亿元，占年末总资产的13.46%。

**表7 截至2019年末公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	2019年末账面价值	受限原因
土地使用权	14.97	抵押借款
<b>合计</b>	<b>14.97</b>	

资料来源：公司提供

总体来看，公司资产规模略有增长，主要由应收款项、土地资产及工程施工构成，应收款项回收时间不确定，土地使用权和工程施工即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

**公司营业收入有所增长，但财务费用和资产减值损失较高，利润对政府补贴较为依赖**

2019年公司的收入结构有较大变化：工程施工收入大幅减少，新增安置房销售收入，以及房屋出租收入大幅增长。2019年公司实现营业收入8.35亿元，同比增长17.62%，主要系新增安置房销售收入以及房屋出租收入大幅增加所致。同时由于安置房销售收入及房屋出租收入毛利率较高，公司综合毛利率明显提升，2019年为25.89%，较上年提升9.85个百分点。截至2019年末，公司在建代建工程项目和自建安置房项目投资额均较大，公司未来收入来源较有保障。

公司财务费用较高，且2019年大幅增长。近两年公司资产减值较高，分别为5,294.70万元和6,364.23万元，均为坏账损失。虽然公司收入和毛利率均提升，但是由于财务费用和资产减值损失增加，公司利润水平变化不大。2019年公司营业利润为17,124.75万元，同比减少1.23%。

2018-2019年公司分别获得政府补贴款1.40亿元和1.20亿元，占利润总额的81.66%和74.61%，利润对政府补贴较为依赖。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	83,477.58	70,973.06

财务费用	9,184.65	3,225.01
其中：利息费用	9,292.53	2,898.28
利息收入	110.39	1,520.02
其他收益	12,000.00	14,000.00
资产减值损失	6,364.23	5,294.70
营业利润	17,124.75	17,337.27
利润总额	16,082.62	17,143.33
综合毛利率	25.89%	16.05%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营性现金流表现较差，在建项目尚需较大规模投资，面临较大的资金压力

2019年公司收现比为0.75，较2018年有所下降。2019年公司经营活动现金流入为18.96亿元，较2018年减少4.35亿元，主要系公司收到往来单位款项减少所致。2019年公司经营活动现金流出为21.03亿元，较2018年减少7.90亿元，主要系公司项目成本投入资金减少所致。近两年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-5.62亿元和-2.07亿元，持续净流出，表现较差。

投资活动方面，2019年公司投资活动产生的现金净流出9,277.82万元，同比减少67.57%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。

筹资活动方面，近两年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为1.00亿元和2.82亿元，持续净流入且2019年有所增加。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资51.95亿元，未来公司面临较大的资金压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.75	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	62,268.65	65,074.64
收到的其他与经营活动有关的现金	127,340.78	167,998.37
经营活动现金流入小计	189,609.43	233,073.01
购买商品、接受劳务支付的现金	3,604.20	74,173.13
支付的其他与经营活动有关的现金	198,991.67	210,177.01
经营活动现金流出小计	210,335.30	289,289.04
经营活动产生的现金流量净额	<b>-20,725.88</b>	<b>-56,216.03</b>
投资活动产生的现金流量净额	<b>-9,277.82</b>	<b>-28,604.47</b>

筹资活动产生的现金流量净额	28,246.84	10,048.78
现金及现金等价物净增加额	-1,756.85	-74,771.71

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，面临较大的刚性债务压力

2019年末公司负债规模为43.40亿元，同比增长6.50%；所有者权益为67.85亿元，同比增长1.61%。2019年末公司产权比率为63.98%，较2018年上升2.94个百分点，权益对负债的覆盖程度尚可。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	434,067.01	407,564.80
所有者权益	678,464.12	667,686.33
产权比率	63.98%	61.04%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2019年末占比80.48%，占比有所下降。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,000.00	1.38%	3,000.00	0.74%
其他应付款	54,328.68	12.52%	29,946.47	7.35%
<b>流动负债合计</b>	<b>84,738.63</b>	<b>19.52%</b>	<b>58,824.40</b>	<b>14.43%</b>
长期借款	53,712.50	12.37%	68,762.50	16.87%
应付债券	96,872.14	22.32%	96,225.00	23.61%
长期应付款	198,743.74	45.79%	183,752.90	45.09%
<b>非流动负债合计</b>	<b>349,328.38</b>	<b>80.48%</b>	<b>348,740.40</b>	<b>85.57%</b>
<b>负债合计</b>	<b>434,067.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>407,564.80</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	355,328.38	81.86%	366,740.40	89.98%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款共0.60亿元，均为保证借款。2019年末公司其他应付款为5.43亿元，同比增长81.42%，主要为应付各单位的往来款，应付对象前五名金额合计占比77.50%，其中应付襄城县豫资城乡建设发展有限公司的欠款占比36.33%，应付襄城县库庄镇人民政府的欠款占比15.48%。

2019年末公司长期借款为5.37亿元，同比下降21.89%，均为保证借款。公司应付债券



为本期债券。公司长期应付款主要为棚改项目统借统贷贷款、融资租赁借款和股权款等，2019年末为19.87亿元，同比增长8.16%，占负债总额的比重达45.79%。加上一年内到期的部分后的长期应付款为20.13亿元，主要包括河南省豫资城乡投资发展有限公司棚改统借统贷款5.10亿元、河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司棚改统借统贷款3.69亿元、建信资本管理有限公司股权款4.00亿元以及融资租赁款7.34亿元。

截至2019年末，公司包括短期借款、应付票据、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务合计35.53亿元，同比减少3.11%，占负债总额的比重为81.86%，从有息负债偿期结构来看，长期有息债务占比达98.31%，公司面临较大的刚性债务压力。

从偿债能力指标来看，2019年公司资产负债率为39.02%，较上年末提高1.11个百分点，总体负债水平不高。公司现金短期债务比大幅下降，主要系货币资金减少所致，现金类资产对短期有息债务的保障程度较差。公司EBITDA利息保障倍数变化不大，2019年为1.53，表现较弱。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	39.02%	37.90%
现金短期债务比	0.37	1.19
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.37
有息债务/EBITDA	12.16	16.16

资料来源：公司提供资料，公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

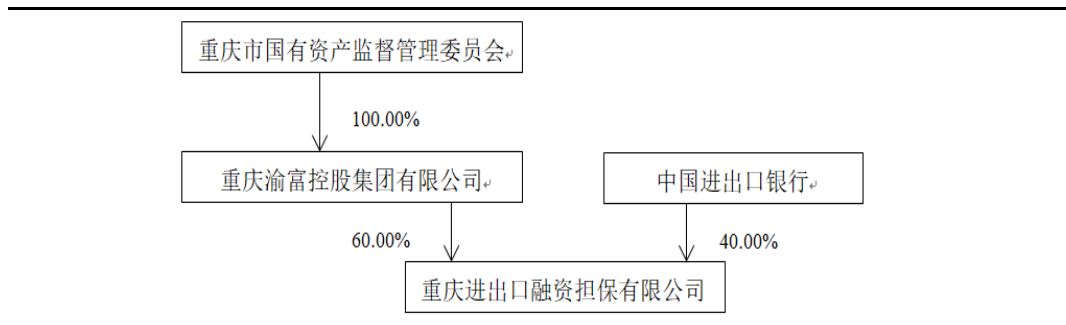
## 六、本期债券偿还保障分析

### 重庆进出口提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由重庆进出口提供不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证范围包括本期债券本金及利息，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；重庆进出口承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，原始注册资本10亿元；2018年9月4日，完成了第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）的工商登记；历经多次增资，截至2019年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

图2 截至2019年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2017-2019年重庆进出口分别实现营业收入53,323.91万元、45,379.63万元和56,106.89万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表13 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	570.67	1.02%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	103.94	0.19%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.08%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%
其他收益	97.23	0.17%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
<b>营业收入</b>	<b>56,106.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>45,379.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>53,323.91</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

截至2019年末，重庆进出口资产总额为617,204.16万元，所有者权益合计为367,240.15万元；2019年度，重庆进出口实现营业总收入56,106.89万元，利润总额20,605.37万元。

表14 重庆进出口主要财务数据（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	258,499.72	62,247.52	120,799.91
营业总收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91
已赚担保费	34,703.19	27,181.82	33,714.78

利息收入	12,168.50	8,604.58	7,065.40
投资收益	8,421.00	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	4.83%	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得

资料来源：重庆进出口2017-2019年审计报告、重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2020年6月12日），公司存在关注类借款1.53亿元。根据中国农业银行股份有限公司襄城县支行出具的说明，该笔借款被列为关注类借款主要系银行内部管理要求所致。

除此之外，根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月12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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额合计11.15亿元，占年末所有占权益的16.43%，被担保对象为国企和公立学校，其中对襄城县裕达开发投资有限责任公司的担保余额为7.51亿元，襄城县裕达开发投资有限责任公司的实际控制人为襄城县国有资产监督管理局。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2020年6月12日），公司本部有关关注类对外担保余额22,045.46万元，不良类对外担保余额2,979.01万元。根据公司提供的说明，关注类担保被担保方为襄城县裕达开发投资有限责任公司，不良类担保被担保方为河南省襄城高中，被列为关注类和不良类担保均是因为其相关借款未能及时还本付息。总体来看，

公司存在较大的或有负债风险。

**表15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

债权人	被担保人	担保余额	是否设置反担保
中信银行股份有限公司郑州分行	襄城县紫云建设投资有限公司	20,000.00	否
江苏金融租赁股份有限公司	襄城县裕达开发投资有限责任公司	17,065.46	否
国家开发银行河南省分行	襄城县裕达开发投资有限责任公司	16,000.00	否
丰汇租赁有限公司	襄城县裕达开发投资有限责任公司	37,500.00	否
焦作中旅银行股份有限公司	襄城县裕达开发投资有限责任公司	4,500.00	否
江苏金融租赁股份有限公司	河南省襄城高中	3,500.00	否
中原银行股份有限公司襄城支行	河南省襄城高中	4,990.00	否
上海浦东发展银行股份有限公司许昌分行	河南省襄城高中	4,900.00	否
中原银行股份有限公司许昌分行	河南省襄城县实验高级中学	3,000.00	否
<b>合计</b>	-	<b>111,455.46</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2019年襄城县经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础；公司在建项目投资规模较大，工程施工收入及安置房销售收入来源较有保障，继续获得较大的外部支持；重庆进出口提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元关注到，公司经营活动现金持续大额净流出，在建项目尚需投入大量资金，公司面临较大的资金压力；公司资产以应收款项、土地资产和工程施工为主，应收款项回款时间不确定，土地资产和工程施工集中变现较为困难，公司资产流动性较弱；公司有息债务规模仍较大，面临较大的刚性债务压力；对外担保余额较大，均未设置反担保措施，且部分担保被列为关注类担保和不良类担保，公司存在较大的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持稳定。



## 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：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	4,604.16	21,361.01	106,132.73
其他应收款	314,216.74	229,623.73	109,597.04
存货	588,892.28	661,284.04	613,621.75
资产总计	1,112,531.13	1,075,251.13	992,894.03
短期借款	6,000.00	3,000.00	13,000.00
长期借款	53,712.50	68,762.50	68,500.00
应付债券	96,872.14	96,225.00	95,577.86
长期应付款	198,743.74	183,752.90	205,090.72
负债合计	434,067.01	407,564.80	416,043.36
有息债务	355,328.38	366,740.40	382,168.58
所有者权益	678,464.12	667,686.33	576,850.67
营业收入	83,477.58	70,973.06	64,349.36
其他收益	12,000.00	14,000.00	10,000.00
营业利润	17,124.75	17,337.27	15,917.35
利润总额	16,082.62	17,143.33	15,921.35
经营活动产生的现金流量净额	-20,725.88	-56,216.03	-132,672.33
投资活动产生的现金流量净额	-9,277.82	-28,604.47	7,849.96
筹资活动产生的现金流量净额	28,246.84	10,048.78	179,381.54
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	25.89%	16.05%	15.47%
收现比	0.75	0.92	1.07
产权比率	63.98%	61.04%	72.12%
资产负债率	39.02%	37.90%	41.90%
现金短期债务比	0.37	1.19	8.16
EBITDA（万元）	29,217.17	22,695.87	20,206.31
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.37	1.18
有息债务/EBITDA	12.16	16.16	18.91

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+长期应付款

## 附录三 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、债务人主体长期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、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。