



2016年浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司双创孵化专项债券2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：

2016年浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司双创孵化专项债券 2022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
16产建双创专项债/PR浏产专	AA+	AA+

评级日期

2022年6月26日

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

评级观点

- 中证鹏元维持浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“16产建双创专项债/PR浏产专”的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，并能继续获得外部支持，同时，瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和债务压力，且面临一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来业务持续性仍然较好，并能继续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021年	2020年	2019年
总资产	156.87	162.02	149.72	129.75
所有者权益	79.52	79.07	77.60	75.90
总债务	-	75.04	62.96	51.13
资产负债率	49.31%	51.20%	48.17%	41.50%
现金短期债务比	-	0.41	0.28	0.78
营业收入	3.48	13.15	13.02	12.11
其他收益	0.00	0.70	0.89	0.38
利润总额	0.65	1.47	1.70	1.15
销售毛利率	15.92%	17.18%	16.77%	16.75%
EBITDA	-	3.03	2.97	2.25
EBITDA利息保障倍数	-	0.56	0.94	0.82
经营活动现金流净额	2.14	0.39	-5.36	0.14
收现比	113.76%	126.35%	91.70%	76.42%

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**浏阳市经济结构以第二产业为主，生物医药产业、机械制造业和电子信息产业为支柱产业。2021 年浏阳经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务持续性仍然较好。**截至 2021 年末，公司主要在建土地整理项目以及基础设施项目投资规模较大，业务持续性较有保障。
- **公司继续获得外部支持。**2021 年公司收到政府补贴合计 0.70 亿元，占同期末公司利润总额的比重为 47.62%，有效提升了公司的利润水平。
- **第三方担保有效地提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为 AA+，其提供的全额不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2022 年 3 月末，公司资产主要由应收账款和存货构成，应收账款回款时间存在较大不确定性，存货主要为土地、代建项目等，难以集中变现。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，主要在建土地整理项目以及基础设施项目尚需投资规模较大。
- **公司面临较大债务压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模进一步扩大，短期债务规模较大，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额占净资产的比重为 24.72%，被担保公司均为国有企业，但无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	3
	公共财政收入	4		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	3			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小



指示性信用评分	aa
调整因素	无 调整幅度 0
独立信用状况	aa
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA

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	AA+	2021-6-30	何佳欢、陈良玮	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+	2015-12-30	范刚强、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
16 产建双创专项债/PR 浏产专	11.00	2.20	2021-6-30	2023-1-19

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2016年1月发行7年期11亿元公司债券，募集资金计划用于浏阳创新创业示范项目基地项目及补充流动资金。截至2022年4月末，本期债券募集资金专项账户余额为0.00元，公司已于2022年5月将募集专户注销。

三、发行主体概况

2021年至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均未发生变化，仍均为2.00亿元。公司控股股东及实际控制人仍为浏阳市国有资产事务中心（以下简称“浏阳国资中心”），持股比例为51%，2022年3月末公司股权关系见附录二。

截至2022年3月末，公司主营业务仍为浏阳高新技术产业开发区（以下简称“浏阳高新区”）内开展土地开发与经营和基础设施建设等业务，未发生改变。

2022年3月，公司免去邵叶董事长职务，指定金涛为公司董事长，公司法定代表人由公司董事长担任；免去马薇、周曦、刘利珍、王磊、邵叶董事职务，委派金涛、邱敏、黄颖、姜思为公司董事，职工代表大会选举张俊炎为公司职工董事；免去胡磊、林敏、任奎监事职务，公司不设监事会，只设监事一名，任命何萍为公司监事。经公司董事会决议，同意免去彭旗荣总经理职务，聘任邱敏担任公司总经理。由于邵叶不再担任公司董事长及董事，经公司董事会决议，同意公司的信息披露事务负责人由邵叶变更为新任董事长金涛。

2021年至2022年3月末，公司合并报表范围变化如下。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浏阳市金泰城市运营管理有限公司	100%	1.00	房地产业	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
浏阳现代家具产业园建设投资开发有限公司	100%	0.20	家具园内建设投资开发及管理服务	无偿划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力

下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

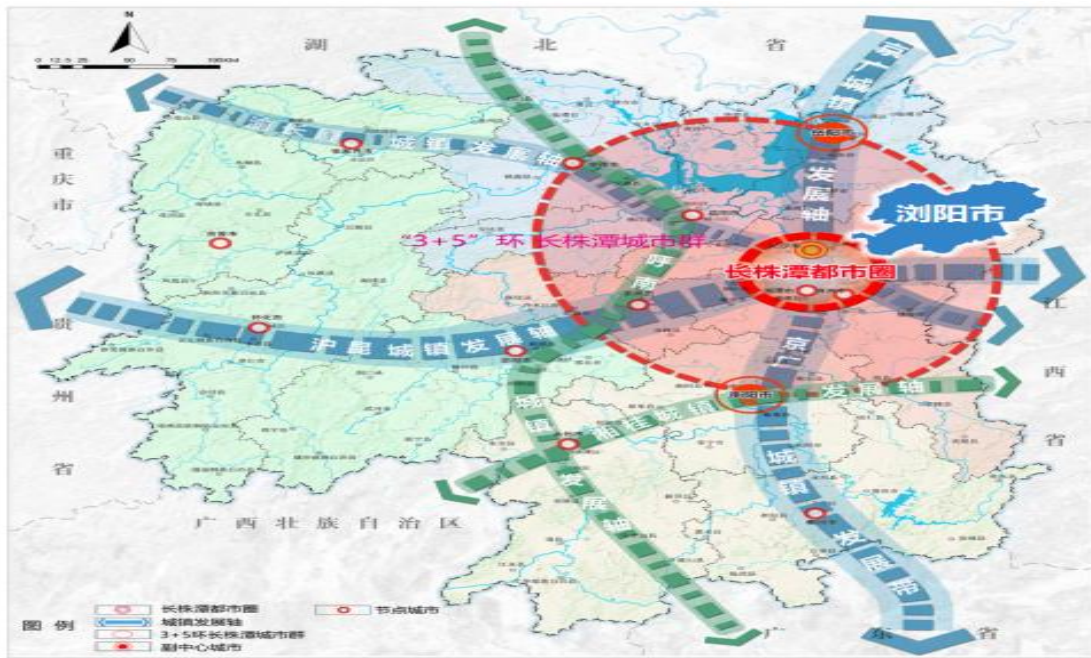
区域经济环境

浏阳市为长沙市副中心及湘赣边区域的龙头城市，凭借区位优势及“兴工强市”的战略布局，构建了“三主四特两新”产业格局，经济增速表现较好，县域竞争力排名靠前，财政自给能力尚可，但区属城投公司数量较多，债务规模增速较快，债务压力有所加大

区位特征：浏阳市地处湘赣边界、省会长沙市的正东方，毗邻黄花国际机场，境内已形成“一城两站”发展格局，交通区位优势相对较好。浏阳市为湖南省辖县级市，由长沙市代管，位于湘赣边境，湖南省东部偏北，省会长沙市东部，为长沙市副中心城市、湘赣边区域的龙头城市及长株潭城市群的重要构成。在长沙市“十四五”规划的“一带五区五园”的先进制造业发展格局中，浏阳市及浏阳经开区（高新区）分别为“一带”（即浏长宁先进制造业产业带）、“五区”（即五个核心园区专业园区）的重要组成部分。浏阳市已形成“一城两站”发展格局，拥有长赣高铁浏阳站和浩吉铁路浏阳东站，毗邻长沙黄花机场，已建成 5 条高速公路，11 条湘赣边出省通道和 1 个城市候机厅。截至 2021 年末，浏阳

市辖 4 个街道，27 个镇，1 个乡，境内总面积 5,007 平方公里。域内浏阳经济技术开发区（高新区）³于 2012 年 3 月被评为国家级经济技术开发区，发展综合评价稳居全省前三，浏阳市两型产业园系国家农村创新创业园区。2020 年 11 月 1 日零时浏阳市区域常住人口 142.94 万人，与 2010 年第六次全国人口普查的 127.95 万人相比，增长 11.72%，年平均增长率为 1.11%。

图1 浏阳市区域协同格局图



资料来源：浏阳市国土空间总体规划（2020-2035 年）

经济发展水平：凭借区位优势及“兴工强市”的战略布局，浏阳市形成了较强的经济实力，近两年平均经济增速高于全国水平。浏阳市为我国著名的花炮之乡、红色革命老区、秋收起义的主战场，拥有国家 AAAA 级旅游景区 3 家，全国红色旅游经典景区 2 家，县域旅游综合实力排名全国第 7 位。凭借区位优势及“兴工强市”的战略布局，浏阳市依托浏阳经开区进行大力招商引资，经济实力快速提升，1997 年摘掉贫困县帽子，2006 年首次跨入全国百强县市。2021 年浏阳市地区生产总值达 1,616.6 亿元，在长沙市下属区县及代管县（市）中排名第 3，位列全国县域经济与县域综合发展第 8 位、县域基本竞争力第 10 位⁴，经济实力较强。受疫情影响，2020 年浏阳市地区生产总值增速降幅较大，2021 年回升至 7.3%，2020 年及 2021 年平均两年增长 7.12%⁵，高于水平全国及湖南省水平。

³ 2018 年 7 月 28 日，浏阳经开区托管浏阳高新区。

⁴ 排名数据来源于中郡研究所发布《2021 县域经济与县域发展监测评价报告》。

⁵ 两年平均增速采用与《中华人民共和国 2021 年国民经济和社会发展统计公报》相同的计算方法，即以 2019 年同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。

浏阳市三次产业结构占比由 2019 年的 7.7:50.8:41.5 调整为 2021 年的 8.1:52.0:39.9，第二产业为主导且占比提升，同期规模工业增加值同比增长 7.1%，其中显示功能器件、新能源汽车、智能装备产业链分别增长 59.46%、20.37%和 11.16%，工业发展良好。近年浏阳市固定资产投资总体略高于湖南省水平，社会消费品零售总额增速除 2020 年受疫情影响为负外，2019 年及 2021 年表现均较好。浏阳市进出口额保持增长，产品主要为花炮、机电产品及化工医药等，其中，蓝思科技和湘利来化工两家重点外贸企业占 2020 年全市进出口总额的 44.78%。

表2 长沙市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
雨花区	2,360.0	7.4%	17.34	80.2	0.00
长沙县	2,003.2	7.6%	13.15	132.6	197.47
浏阳市	1,616.6	7.3%	10.45	104.26	84.44
岳麓区	1,502.0	7.8%	8.91	67.47	14.49
芙蓉区	1,268.2	8.3%	18.12	36.93	0.00
开福区	1,135.0	8%	12.68	-	0.00
望城区	1,002.8	7.2%	9.63	86.01	93.00
宁乡市	-	7.3%	8.81	73.61	116.22
天心区	-	7.8%	13.40	67.19	0.00

注：1) 上表中GDP、GDP增速、一般公共预算收入为2021年数据，人均GDP及政府性基金收入为2020年数据；2) “-”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、政府网站等，中证鹏元整理

表3 浏阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,616.6	7.3%	1,493.0	4.7%	1,408.8	9.2%
固定资产投资	-	10%	-	9.3%	-	12.0%
社会消费品零售总额	442.0	15.6%	382.4	-3.5%	387.2	11.0%
进出口总额（亿美元）	-	-	25.5	24.7%	20.48	6.2%
人均 GDP（元）	113,096.40		104,449.42		94,467.91	
人均 GDP/全国人均 GDP	139.67%		144.17%		133.26%	

注：1) 人均GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数；2020年及2021年人均GDP基于2020年11月1日零时浏阳市区域常住人口142.94万人测算；2) “-”数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年浏阳市国民经济与社会发展统计公报，2021年四季度浏阳经济运行快报，中证鹏元整理

产业情况：浏阳市构建了“三主四特两新”产业格局，民营经济较为活跃。随着招商引资的大力推进，浏阳市发展构建了“三主四特两新”产业格局，即电子信息、生物医药、智能装备三大主导优势产业；烟花爆竹、绿色食品、家居建材、再制造四大传统特色产业；新材料、环保及新能源两大战略性新兴产业。根据 2021 年浏阳市《政府工作报告》，浏阳市拥有规模工业企业达 929 家，高新技术企业 303 家，省级以上专精特新“小巨人”企业 57 家，蓝思科技、尔康制药、永清环保、盐津铺子、九典

制药等 A 股上市企业 9 家，A 股上市公司数量及规模工业企业数量居湖南省内县（市）第一。浏阳市民营经济活跃，域内民营企业超过 2.5 万家，占全市企业总数的 94.6%，为全市贡献了 86% 的就业、90% 的 GDP 和 97% 的税收。

发展规划及机遇：浏阳市经济发展将在依托现有区位优势和产业实力基础上，持续受益于长株潭一体化、湘赣边区域合作示范区等区域发展战略的实施。根据浏阳市“十四五”规划，浏阳市产业发展将聚焦“三主四特两新”产业集群，计划进一步做大电子信息产业，“十四五”期间，引进或培育电子信息企业 50 家以上，打造电子信息产业千亿集群；不断做强生物医药产业，计划到 2025 年，打造生物医药 500 亿级产业集群；做优智能装备产业，加大对长株潭地区工程机械产业转移承接力度，打造智能装备 500 亿级产业集群；针对四大特色产业，浏阳市计划升级发展烟花爆竹产业，提质发展绿色食品产业，整合提升家居建材产业，集群化发展再制造产业，重点布局工程机械整机及零部件再制造、汽车零部件再制造、数控机床再制造三大优势领域。浏阳市经济发展将依托区位优势，向西融入长沙东部开放型经济走廊及浏长宁先进制造业产业带，向东联动湘赣边城镇，预计未来有望持续受益于长株潭一体化、湘赣边区域合作示范区等区域发展战略的实施。

图2 浏阳市产业空间格局



资料来源：浏阳市国土空间总体规划（2020-2035 年）

财政及债务水平：近年来浏阳市财力稳步提升，财政自给能力尚可。2021 年，浏阳市实现一般公共预算收入 104.26 亿元，同比增长 11.58%，增速高于湖南省及长沙市。2021 年浏阳市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 63.67%，财政自给能力尚可。截至 2021 年末地方政府债务余额为 188.51 亿元，三年平均复合增速为 20.85%，债务压力持续增长。

表4 浏阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	104.26	93.44	80.21
税收收入占比	-	76.87%	74.24%
财政自给率	63.67%	61.68%	56.46%
政府性基金收入	99.11	84.44	91.29
地方政府债务余额	188.51	151.77	129.07

注：1) 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：中证鹏元城投数据库，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，浏阳市的区属主要城投平台有8家，包括一级平台6家；其中，浏阳市城乡发展集团有限责任公司（以下简称“浏阳城发”）下属企业有浏阳市城市建设集团有限公司（以下简称“浏阳城建”）及浏阳市水利建设投资有限公司（以下简称“浏阳水利”），其中，浏阳城建负责浏阳市城区的基建项目，浏阳水利为水利设施及长兴湖片区8平方公里范围内的建设主体。另外，浏阳市交通建设投资有限公司为公路建设及相关业务运营主体。同时，根据土地整理及基建业务的经营区域侧重不同，划分了浏阳经开区、浏阳市金阳新城、浏阳高新区的主要基建主体，分别为湖南金阳投资集团有限公司、湖南金阳新城建设发展集团有限公司和浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司。整体看，浏阳市区域内城投公司数量较多，且债务体量总体较大。

表5 浏阳市主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
浏阳城发	浏阳市国有资产事务中心	333.66	49.37%	33.85	325.35	是浏阳市最重要、浏阳市城区范围内唯一的城市基础设施建设主体，负责浏阳市全市范围内（除浏阳经济技术开发区（高新技术产业开发区））的基础设施建设、土地整理开发、重点水利工程建设、耕地指标交易等业务，逐步形成城市建设、城市运营、乡村振兴、文旅投资、产业投资和金融投资六大板块业务
湖南金阳投资集团有限公司	浏阳市人民政府	218.55	42.30%	20.35	144.91	浏阳市重要的基础设施建设和土地整理主体及浏阳经开区内唯一的供水和污水处理企业
浏阳城建	浏阳城发	214.3	53.49%	21.38	189.16	负责浏阳市城区的土地开发和工程建设业务
浏阳水利	浏阳城发	107.02	35.86%	12.77	49.43	负责浏阳市全市范围内的水利基础设施以及浏阳市城区白沙路以南长兴湖片区8平方公里范围内的城市基础设施建设
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	浏阳市国有资产事务中心	80.37	34.76%	10.96	40.90	主要从事浏阳市金阳新城范围内的基础设施建设和土地开发整理

浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司	浏阳市国有资产事务中心	77.6	48.17%	13.02	62.96	负责高新区内土地开发与经营和基础设施建设等
浏阳市交通建设投资有限公司	浏阳市国有资产事务中心	32.29	61.80%	5.63	33.26	负责浏阳市全市范围内的国省干线公路建设，以及公交车辆客运、公交车辆广告位经营、加油站建设等交通运输服务
浏阳市广宇建设投资有限公司	浏阳市国有资产事务中心	10.77	43.08%	2.57	7.55	浏阳市两型产业园唯一的土地整理开发主体和市政基础设施建设主体

注：1、财务数据为 2020 年末/2020 年度；2、浏阳市广宇建设投资有限公司总债务数据根据“短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券”估算。

资料来源：Wind，中证鹏元评级报告，公开评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是浏阳市重要的投融资主体，负责浏阳高新区内土地开发与经营和基础设施建设等。2021年，公司营业收入较上年小幅增长，市政工程代建业务与土地开发整理业务仍是公司收入的主要来源，由于以上两项业务均已由合同约定利润率，故公司销售毛利率表现稳定。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政工程代建	66,193.63	16.67%	74,173.09	16.67%
土地开发整理	62,419.91	16.67%	55,710.20	16.67%
其他业务	2,919.83	39.74%	321.75	57.19%
合计	131,533.37	17.18%	130,205.04	16.77%

注：其他业务主要为租赁收入。

资料来源：公司 2020-2021 审计报告，中证鹏元整理

公司当前基础设施项目和土地整理项目具备较大规模，业务持续性较好，但后续将面临较大的资金压力；自营项目未来收益存在一定不确定性

浏阳市政府与公司签订了《浏阳市城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，该框架性协议将浏阳高新区范围内所有配置用地采取费用包干的形式委托公司进行土地整理和工程建设，浏阳市财政局按照项目总成本的20%支付项目收益。

工程建设方面，除框架协议外，浏阳市政府与公司还会就具体项目单独签订代建协议，政府审计机构每年对公司工程完工进度和成本核定后，按成本加20%的代建管理费率确认公司工程建设项目投入成本和收益。土地整理方面，浏阳市政府指定政府审计机构于每年末对公司当年土地整理开发投入进行评审，按成本加20%的代建管理费率确认公司土地整理开发成本及收益。业务回款方面，实际代建资金的支

付受浏阳市财政资金调剂的影响，存在一定滞后性。

根据2019年1月浏阳经开区恒康基础设施管理有限公司（以下简称“浏阳恒康”）与公司签订的《城市基础设施项目及土地整理项目开发协议书》，浏阳恒康将承接的部分基础设施建设和土地开发整理项目委托公司投资建设，由公司负责筹集资金、管理和建设。根据每年经审计的项目总投资及在此基础上一定比例的加成，公司向浏阳恒康申请结算款项。根据2018年12月浏阳经开区管委会《浏阳经济技术开发区管理委员会关于授权浏阳经开区恒康基础设施管理有限公司对基础设施建设项目进行结算的决定》，浏阳经开区管委会授权浏阳恒康对浏阳经开区、浏阳高新区及周边区域内各个代建主体代建的基础设施项目进行工程结算，相关资金由经开区财政统筹负责。根据2020年10月湖南汇嘉基础设施建设有限公司（以下简称“湖南汇嘉”）与公司签订的《城市基础设施项目及土地整理项目开发协议书》，湖南汇嘉将承接的部分项目委托公司投资建设，由公司负责筹集资金、管理和建设，完工后双方予以结转移交。业务回款方面，受浏阳经开区财政资金调剂的影响，存在一定滞后性。2021年，公司实现土地开发整理收入6.24亿元，市政工程代建收入为6.62亿元。

截至2021年末，公司主要在建基础设施项目尚需投资8.17亿元，后续随着该部分项目的逐步结算，仍可为公司带来一定收入。

表7 截至 2021 年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订 代建协议
东南片区路网工程	3.76	0.75	是
北园片区路网工程三段	3.70	2.96	是
督正路（永隆路-永裕南路）道路工程项目	2.80	1.12	是
金阳大道北辅道道路工程	2.31	1.15	是
南园安置小区及基础配套设施建设工程二期	1.80	1.80	是
南园片区路网工程二段	1.78	1.78	是
捞刀河风光带项目	1.74	1.74	是
东北片区市政园林建设项目	1.50	1.50	是
永裕南路一段	1.30	0.52	是
家具产业园片区路网工程	1.23	1.05	是
湖南浏阳制造产业基地建新安置小区平地及基础配套设施建设工程	1.20	1.20	是
经八路（G319-金阳大道）道路工程	1.05	0.42	是
630 攻坚电力配套管网项目	0.75	0.75	是
建新路(金阳大道-建新中路)道路工程项目	0.60	0.60	是
高新区企业道路及配套供电工程	0.55	0.55	是
合计	26.06	17.88	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建土地整理项目尚需投资30.19亿元，后续随着项目的逐步结算，可持

续为公司带来收入。

表8 截至 2021 年末公司主要在建土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
惠科项目土地整理一期	13.38	4.03
华域视觉及周边地块土地整理一期	11.39	3.51
中烟项目土地整理一期	6.80	3.06
物流园项目土地整理	6.68	6.64
家具产业园片区土地整理二期	6.50	3.14
中协教育及周边地块土地整理	4.00	2.97
319 国道以南、永裕南路以西片区土地整理一期	3.78	1.86
丰裕南路以东、金阳大道以北、319 以南片区开发项目	3.20	0.65
永隆路以东、永康路以北地块平地工程	1.03	0.73
合计	56.76	26.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目为浏阳创新创业示范项目基地项目，受到疫情及验收进度的影响，导致项目建设进度滞后。截至2021年末，募投项目的主体和零星工程已完工，由于后续各类验收手续未完全结束，尚未达到可使用状态。需注意的是，受当地市场环境变化、宏观经济形势的变动，募投项目预期收益存在不确定性。

截至2021年末，公司自营项目为公共租赁住房及配套道路附属工程项目以及金阳新城污水厂及配套管网建设项目，其中公共租赁住房及配套道路附属工程项目计划通过对外出租和财政补贴方式实现收益，该项目尚需投资0.59亿元；金阳新城污水厂及配套管网建设项目计划通过收取污水处理费等方式实现收益，该项目尚需投资13.95亿元。

表9 截至 2021 年末公司在建自营项目明细（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
永安镇公共租赁住房及配套道路附属工程	5.39	4.80
金阳新城污水厂及配套管网建设项目	16.00	2.05
合计	21.39	6.85

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司主要的在建基础设施项目、土地整理项目业务量较为充足，未来收入来源较有保障。但我们也注意到，公司当前主要的在建项目后续尚需投资金额较大，未来将面临较大的资金压力，并且自营项目未来收益存在一定不确定性。

公司在财政补贴方面继续获得外部支持

当地政府在资金方面给予了公司支持，2021年公司收到来自政府的补助合计0.70亿元，占当年利润总额的47.62%，有效增强了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年、2021年审计报告以及未经审计的2022年1季度合并范围财务报表数据，报告均采用新会计准则编制。2021年至2022年3月公司合并报表范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产主要由应收账款及存货构成，资产流动性较弱

2021年末公司资产规模较上年有所增长，2022年3月末公司资产规模较年初下降3.18%至156.87亿元，公司资产结构仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.68	4.26%	9.67	5.97%	5.18	3.46%
应收账款	17.21	10.97%	17.89	11.04%	21.64	14.45%
存货	117.70	75.03%	119.42	73.70%	111.87	74.72%
流动资产合计	146.57	93.43%	153.74	94.89%	144.33	96.40%
在建工程	8.90	5.67%	6.85	4.23%	3.80	2.54%
非流动资产合计	10.30	6.57%	8.28	5.11%	5.39	3.60%
资产总计	156.87	100.00%	162.02	100.00%	149.72	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年3月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司货币资金同比大幅增长86.68%至9.67亿元，主要系公司当期发行债券及短融所致，不存在使用受限的情况。2021年末应收账款账面价值同比减少17.33%，应收对象包括浏阳市财政局湖南汇嘉以及浏阳恒康，回款时间存在较大不确定性，对公司的资金形成较大占用。截至2021年末，公司存货较上年有所增长，主要系代建项目及土地整理项目投入增加及公司新招拍挂土地所致。截至2021年末，公司存货中共计122宗土地，主要为商服住宅用地，均位于浏阳高新区内，面积合计514.63万平方米，账面价值同比增长5.88%至81.86亿元。截至2021年末已抵押土地资产余额占土地资产账面价值的3.55%。极端情况下难以集中变现，且部分土地资产已抵押，土地资产流动性偏弱。

截至2021年末，公司在建工程余额同比大幅上升80.26%至6.85亿元，主要系公司自营项目永安镇公共租赁住房及配套道路附属工程项目及金阳新城污水处理厂及配套管网建设项目持续投入所致。2022年3月末，公司在建工程余额较年初增长29.93%至8.90亿元。

总体来看，公司资产规模主要以应收账款和存货为主，应收账款回款时间存在较大不确定性；存货

主要由土地、代建项目等组成，资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，收现情况有较大改善，政府补助有效提升了公司利润水平

2021年公司营业收入小幅增长，主要由市政工程代建业务及土地开发整理业务构成，两项业务合计占当期营业总收入的97.78%；公司销售毛利率表现稳定，主要系由于市政工程代建业务与土地开发整理业务均已由合同约定利润率；得益于当期政府财政资金流动性较好，公司2021年收现比有较大改善。在建基础设施项目以及土地整理项目的尚需投资金额较大，业务持续性较好。2021年，公司收到的政府补助占利润总额的比重为47.62%，有效补充了公司利润。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	113.76%	126.35%	91.70%
营业收入	3.48	13.15	13.02
营业利润	0.66	1.47	1.69
其他收益	0.00	0.70	0.89
利润总额	0.65	1.47	1.70
销售毛利率	15.92%	17.18%	16.77%

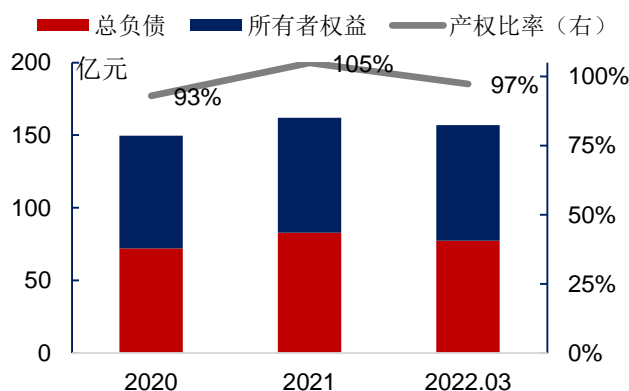
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模不断攀升，面临较大债务压力

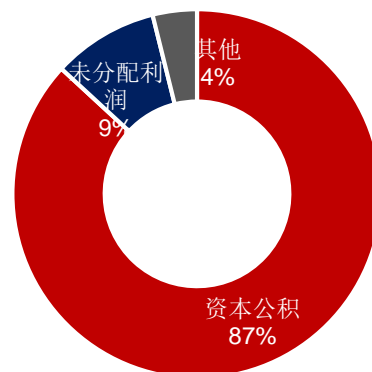
截至2021年末，受融资规模增加影响，公司负债总额较上年同比增长15.03%；所有者权益同比上升主要系由于利润留存。综合影响下，公司产权比率持续上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司短期借款由保证借款、保证及抵押借款构成。2021年末公司其他应付款同比下降11.07%，主要系对浏阳经济技术开发区管理委员会、永安镇人民政府以及浏阳鼎盛投资有限公司等单位的往来款。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款以及应付债券构成。公司其他流动负债主要系短期融资券，截至2021年末同比增长41.66%至8.5亿元。

截至2021年末，公司长期借款主要由保证借款构成。截至2021年末，公司应付债券较上年增长10.34%，系新发行“21产建01”及“21浏阳现代MTN001”债券所致，2022年4月，公司新发行8亿元的“22产建专项01”，面临较大债务压力。

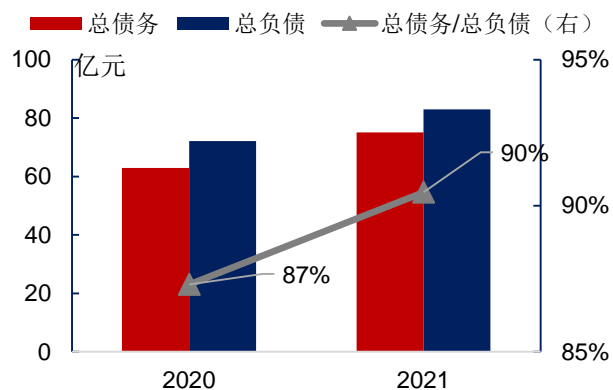
2021年末公司长期应付款系浏阳市城市建设集团有限公司借款和国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）借款，其中国开发展基金投入公司的资金只能用于投入长沙博大机械零部件有限公司、长沙华恒机器人系统有限公司等公司的开发项目中，故公司在收到国开发展基金款项时确认为长期应付款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

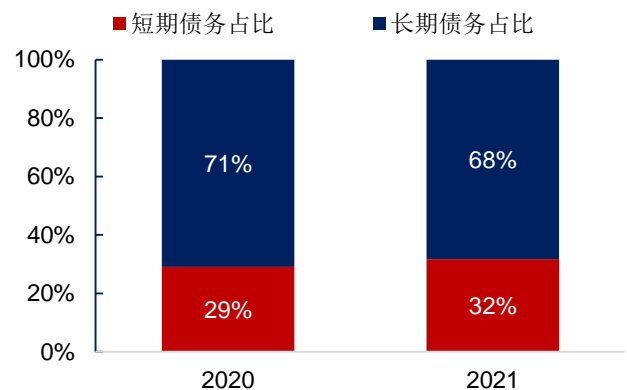
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.10	2.71%	4.10	4.94%	4.39	6.09%
其他应付款	5.41	6.99%	5.15	6.21%	6.33	8.78%
一年内到期的非流动负债	8.74	11.31%	11.20	13.51%	7.93	11.00%
其他流动负债	5.00	6.46%	8.50	10.25%	6.00	8.32%
流动负债合计	23.04	29.78%	30.56	36.84%	26.18	36.30%
长期借款	15.55	20.10%	11.45	13.80%	8.36	11.59%
应付债券	36.44	47.11%	38.62	46.55%	35.00	48.52%
长期应付款	2.33	3.01%	2.33	2.81%	2.58	3.58%
非流动负债合计	54.31	70.22%	52.40	63.16%	45.94	63.70%
负债合计	77.35	100.00%	82.96	100.00%	72.12	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司融资规模加大，2021年末总债务规模进一步攀升，同比增长19.19%至75.04亿元。从债务期限结构来看，公司仍以长期债务为主，但短期债务规模较大，公司仍面临较大债务压力。

图5 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图6 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末，公司资产负债率有所上升，现金短期债务比有所改善；EBITDA利息保障倍数为0.56，EBITDA对利息支付的保障程度有所下降。总体来看，公司债务压力加大。根据公司提供的资料，截至2021年末，公司尚未使用的银行授信额度为3.82亿元。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	49.31%	51.20%	48.17%
现金短期债务比	-	0.41	0.28
EBITDA 利息保障倍数	-	0.56	0.94

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月31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2021年末，公司对外担保金额合计占净资产比重为24.72%，对象均为国有企业，但无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表14 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
浏阳鼎盛投资有限公司	4.34	2016/7/25 至 2031/7/24	否
浏阳鼎盛投资有限公司	2.59	2019/06/28 至 2034/06/23	否

浏阳鼎盛投资有限公司	0.61	2020/5/6 至 2022/4/30	否
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	1.30	2020/6/24 至 2028/6/23	否
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	2.60	2020/10/30 至 2023/10/30	否
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	2.40	2020/10/30 至 2023/10/30	否
浏阳经开区恒康基础设施管理有限公司	2.28	2020/4/16 至 2023/4/16	否
浏阳鼎盛投资有限公司	0.65	2019/9/9 至 2034/7/16	否
浏阳鼎盛投资有限公司	1.69	2019/4/26 至 2034/4/25	否
浏阳现代家具产业园建设投资开发有限公司	0.40	2021/6/30-2022/6/30	否
浏阳现代家具产业园建设投资开发有限公司	0.80	2021/9/15-2022/9/14	否
合计	19.66	-	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

浏阳市为长沙市副中心及湘赣边区域的龙头城市，凭借区位优势及“兴工强市”的战略布局，构建了“三主四特两新”产业格局，第二产业占比较高，2021年浏阳市经济逐步恢复，县域竞争力排名靠前，财政自给能力尚可。公司系浏阳市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事浏阳高新区内土地开发与经营和基础设施建设等。虽然公司部分项目建设进度不及预期，且持续的项目建设对资金需求较大，公司债务规模仍然扩张，面临较大债务压力加大且资产流动性较弱，但公司土地开发整理业务及市政工程代建业务持续性较好，未来可为公司带来一定收入。作为浏阳市重要的平台公司，公司在业务、补贴方面持续获得浏阳市较大力度的支持，抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

瀚华担保为本期债券提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

瀚华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。

瀚华担保成立于2009年8月，由瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）等6名法人投资者和19位自然人投资者发起成立，初始注册资本10.00亿元。后经增资和未分配利润转增股本，截至2012年末，瀚华担保注册资本增加至20.96亿元。2013年瀚华担保股权结构发生变更，原股东重庆惠泰投资有限公司等28名股东将其持有的公司股份全部转让给瀚华金控，同年经重庆市金融工作办公室（现重庆市地方金融监督管理局）批准，现有股东按同比例增资，注册资本及实收资本从20.96亿元增加到30.00

亿元。2014年，经瀚华金控和重庆惠微投资有限公司分别注资49,950.00万元和50.00万元，瀚华担保注册资本增加至35.00亿元。截至2021年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，因瀚华金控股权相对分散，瀚华担保无实际控制人。

表15 截至2021年末瀚华担保股权结构（单位：万元）

股东名称	投资额	持股比例
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90%
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，近年来持续下降，从结构上来看，收入主要来自担保业务、利息收入和手续费及佣金收入，其中已赚担保费占比为73.25%。

瀚华担保的利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、债权投资利息收入，2021年瀚华担保实现利息收入8,881.55万元。手续费及佣金收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用；投资收益主要来自瀚华担保持有的非标准化金融产品带来的收益；其他业务收入主要为租金收入；其他收益来自政府补助。2021年瀚华担保处置抵债资产，产生资产处置损失453.18万元。

表16 瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	46,755.90	73.25%	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%
担保业务收入	38,865.06	60.89%	36,521.74	51.89%	43,285.91	57.70%
减：提取未到期责任准备金	-7,890.84	-12.36%	-13,371.92	-19.00%	-9,091.17	-12.12%
利息收入	8,881.55	13.91%	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%
手续费及佣金收入	4,956.23	7.76%	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%
投资收益	949.10	1.49%	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%
其他收益	1,342.31	2.10%	2,936.48	4.17%	1,802.99	2.40%
公允价值变动收益	657.34	1.03%	-1,241.33	-1.76%	-2,218.72	-2.96%
其他业务收入	742.00	1.16%	732.00	1.04%	748.10	1.00%
资产处置收益	-453.18	-0.71%	-1,989.82	-2.83%	-450.68	-0.60%
营业收入	63,831.26	100.00%	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%

资料来源：瀚华担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保业务发展战略定位于“供应链金融、资本市场融资、非融资担保即履约商业保函”三大业务发展方向。近年来瀚华担保控制融资担保新增业务量，而供应链金融模式担保和电子商业投标保函等业务则持续保持高速增长态势。截至2021年末，瀚华担保在保余额为334.69亿元；其中融资担保余额为

171.28亿元，呈逐年下降趋势；非融资担保余额为163.41亿元，呈逐年增长趋势。

表17 瀚华担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	445.52	250.26	202.46
当期解除担保额	461.52	292.23	259.40
期末在保余额	334.69	350.69	392.66
其中：融资担保余额	171.28	228.74	289.07
直接融资担保余额	119.59	152.29	198.49
间接融资担保余额	51.69	76.45	90.58
非融资担保余额	163.41	121.95	103.60
融资担保责任余额	147.41	198.69	249.23
融资担保余额放大倍数	4.29	5.63	7.19
融资担保责任余额放大倍数	3.69	4.89	6.20
当期担保代偿率	1.33%	1.61%	0.77%
累计代偿回收率	49.83%	48.65%	49.02%
拨备覆盖率	290.71%	294.19%	198.61%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保直接融资担保业务客户全部为城投企业，行业集中度高。近年瀚华担保主动调整债券担保授信政策，提升了债券担保业务准入门槛，并加强反担保措施，导致新增债券担保业务量下降，叠加存量债券担保业务逐步到期解保，直接融资担保业务规模逐年下降，截至2021年末，瀚华担保的直接融资担保余额为119.59亿元，其中前十大担保客户的担保余额合计为51.40亿元，占期末权益比例为123.63%，客户集中度较高。

瀚华担保间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小，整体客户资信实力较弱，近年瀚华担保为控制业务风险、降低对银行渠道的依赖，逐步压缩间接融资担保业务规模，截至2021年末，瀚华担保的间接融资担保余额为51.69亿元，其中建筑业、批发零售业和制造业在保余额分别为12.23亿元、8.72亿元和7.8亿元，上述行业信用风险较高，需持续关注其代偿风险。

瀚华担保非融资担保业务主要为电子投标保函和工程履约担保，履约担保围绕建筑、金融行业核心客户上下游，瀚华担保大力拓展工程履约保函担保业务，并结合建筑施工行业的运营特征，设计特定的产品，为符合一定资质要求的建筑、工程施工企业开立“投标保函、履约保函、预付款保函、采购保函”，近年瀚华担保重点拓展电子投标保函和工程履约保函，非融资担保规模快速增长，截至2021年末，瀚华担保的非融资担保余额为163.41亿元。

担保业务质量方面，2021年瀚华担保当期担保代偿额1.56亿元，当期担保代偿率为1.33%，代偿率较低，当时代偿回收额为1.10亿元，截至2021年末，瀚华担保的累计代偿回收率为49.83%，回收情况尚可，在宏观经济下行、疫情反复的影响下，需持续关注后续回收情况。

资产结构方面，截至2021年末，瀚华担保的资产总额为55.79亿元。期末货币资金为16.01亿元，其中8.16亿元因质押而受限；存出保证金规模为4.59亿元；期末应收代偿款余额为7.81亿元，已累计计提4.22亿元减值准备，期末应收代偿款净额为3.60亿元；投资资产净额为20.45亿元，包括权益工具投资2.27亿元、委托贷款及其他投资18.18亿元，其中委托贷款逾期金额为0.30亿元，瀚华担保对委托贷款已累计计提0.22亿元减值准备，需关注委托贷款面临的资金回收风险；其他资产规模为2.88亿元，包括2.05亿元抵债资产。截至2021年末，瀚华担保的I级资产为20.59亿元，占总资产扣除应收代偿款比例为39.46%，I级、II级资产之和占总资产扣除应收代偿款比例为74.58%，III级资产占总资产扣除应收代偿款比例为16.08%，三级资产占比满足监管要求。

负债及所有者权益方面，截至2021年末，瀚华担保负债总额为14.21亿元，主要包括4.80亿元担保赔偿准备金、2.89亿元未到期责任准备金和4.44亿元其他负债，其他负债主要包括2.67亿元明股实债、0.89亿元债务融资和0.68亿元其他应付款。截至2021年末，瀚华担保的所有者权益合计为41.58亿元，主要包括实收资本35.00亿元和一般风险准备3.21亿元。截至2021年末，瀚华担保的融资担保责任余额放大倍数为3.69，担保业务发展空间较大。

表18 瀚华担保主要资产负债指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.01	25.43	25.47
存出保证金	4.59	4.45	5.40
应收代偿款	3.60	4.19	2.98
金融投资：	20.45	17.69	18.88
委托贷款	-	1.67	2.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	3.60	4.38
可供出售金融资产	-	5.27	4.42
应收款项类投资	-	7.15	7.64
交易性金融资产	2.27	-	-
债权投资	18.18	-	-
固定资产	2.40	2.49	2.58
其他资产	2.88	1.40	2.45
资产总计	55.79	60.35	61.25
存入保证金	0.42	0.64	0.92
未到期责任准备金	2.89	3.67	5.01
担保赔偿准备金	4.80	5.69	5.97
其他负债	4.44	7.56	6.64
负债合计	14.21	19.19	20.53
实收资本	35.00	35.00	35.00
一般风险准备	3.21	2.96	2.73
未分配利润	0.68	0.71	0.68

所有者权益合计	41.58	41.16	40.72
----------------	--------------	--------------	--------------

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力方面，2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，同比有所下降，主要系手续费及佣金收入下降所致。2021年瀚华担保的营业费用率为39.27%，经营效率有待提升，当期净资产收益率为4.79%，同比有所下降，在宏观经济下行、疫情反复的背景下，需持续关注担保业务、委托贷款、股权投资等业务的潜在代偿风险和违约风险对利润侵蚀的潜在可能性。

表19 瀚华担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	6.38	7.04	7.50
其中：担保业务收入	4.68	3.65	4.33
利息收入	0.89	0.97	0.81
投资收益	0.09	0.12	0.16
手续费及佣金收入	0.01	0.50	0.92
营业支出	4.04	4.62	4.44
其中：担保赔偿支出	0.89	1.18	0.58
提取担保赔偿准备金	-0.79	-0.28	0.21
业务及管理费	2.51	2.59	2.81
营业利润	2.34	2.42	3.06
利润总额	2.34	2.40	3.06
净利润	1.98	2.07	2.47
营业费用率	39.27%	36.73%	37.48%
净资产收益率	4.79%	5.06%	6.12%

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

综上所述，瀚华担保的业务从传统银行渠道、单一客户零售模式向多种业务渠道拓展，目前供应链金融模式已具备一定的规模，且瀚华担保的资本实力较强，代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，瀚华担保的直接融资担保业务客户集中度较高，间接融资担保在保余额中建筑业、批发零售业和制造业占比较高，存在潜在业务风险，且部分委托贷款逾期，存在一定的资金回收风险。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为AA+，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本期债券的安全性。

十、结论

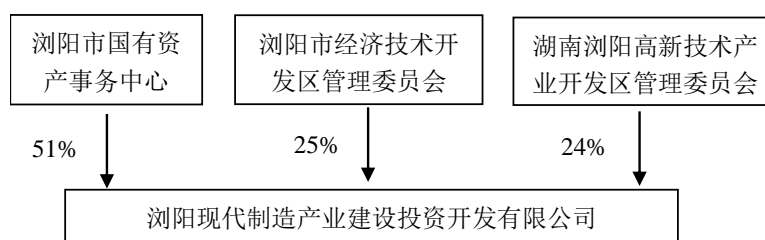
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“16产建双创专项债/PR 浏产专”的信用等级为AA+。

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3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.68	9.67	5.18	7.55
应收账款	17.21	17.89	21.64	20.42
存货	117.70	119.42	111.87	97.89
流动资产合计	146.57	153.74	144.33	128.03
在建工程	8.90	6.85	3.80	0.00
非流动资产合计	10.30	8.28	5.39	1.72
资产总计	156.87	162.02	149.72	129.75
短期借款	2.10	4.10	4.39	3.09
其他应付款	6.75	6.67	7.50	3.31
一年内到期的非流动负债	8.74	11.20	7.93	6.63
其他流动负债	5.00	8.50	6.00	0.00
流动负债合计	23.04	30.56	26.18	13.84
长期借款	15.55	11.45	8.36	8.81
应付债券	36.44	38.62	35.00	28.35
长期应付款	2.33	2.33	2.58	2.84
非流动负债合计	54.31	52.40	45.94	40.01
负债合计	77.35	82.96	72.12	53.85
总债务	-	75.04	62.96	51.13
营业收入	3.48	13.15	13.02	12.11
所有者权益	79.52	79.07	77.60	75.90
营业利润	0.66	1.47	1.69	1.15
其他收益	0.00	0.70	0.89	0.38
利润总额	0.65	1.47	1.70	1.15
经营活动产生的现金流量净额	2.14	0.39	-5.36	0.14
投资活动产生的现金流量净额	0.01	-3.93	-7.78	0.08
筹资活动产生的现金流量净额	-5.14	8.02	10.78	2.94
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	15.92%	17.18%	16.77%	16.75%
收现比	113.76%	126.35%	91.70%	76.42%
资产负债率	49.31%	51.20%	48.17%	41.50%
现金短期债务比	-	0.41	0.28	0.78
EBITDA（亿元）	-	3.03	2.97	2.25
EBITDA 利息保障倍数	-	0.56	0.94	0.82

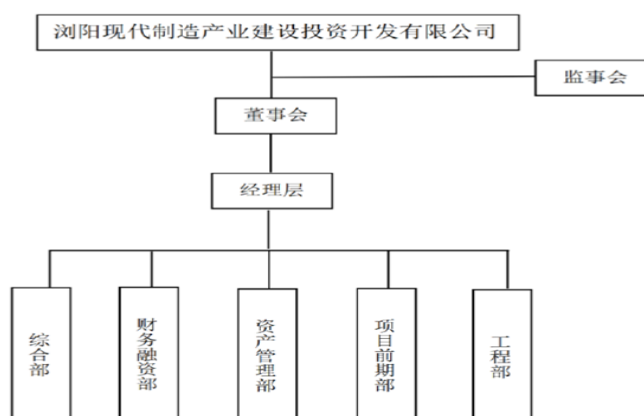
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浏阳市永安城市建设投资开发有限公司	0.56	90.01%	永安镇城镇基础设施投资开发建设
浏阳高新科创服务有限公司	0.10	100%	高新技术创业服务
浏阳市金泰城市运营管理有限公司	1.00	100%	房地产业

资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、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。