

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018] 049 号

南充市嘉陵发展投资有限公司:

受贵公司委托, 东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析, 评定贵公司主体信用等级为 AA-, 评级展望为稳定; 同时对贵公司拟发行的“2018 年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析, 评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月四日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]049 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对南充市嘉陵发展投资有限公司和其拟发行的“2018 年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定南充市嘉陵发展投资有限公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月四日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与南充市嘉陵发展投资有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与南充市嘉陵发展投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南充市嘉陵发展投资有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受南充市嘉陵发展投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 2018年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。



东方金诚国际信用评估有限公司

2018年5月4日

2018 年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司 公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】049 号

评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

本期债券发行额：不超过 5 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，
分期偿还本金

增信方式：连带责任保证
保证人/主体信用等级：重
庆兴农融资担保集团有限
公司/AAA

评级时间

2018 年 5 月 4 日

评级小组负责人

刘贵鹏

评级小组成员

张伟 李梦吟

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外
大街 83 号德胜国际中
心 B 座 7 层 100088

评级观点

东方金诚认为，在固定资产投资增长带动下，近年来南充市嘉陵区经济发展速度较快，经济实力不断增强；南充市嘉陵发展投资有限公司（以下简称“公司”）主要从事嘉陵区内的基础设施建设和土地开发整理，业务具有很强的区域专营性；公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，在资产注入等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，受基础设施项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，公司近年来营业收入结构变动较大，未来仍存在一定的不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的应收账款和存货占比很高，资产流动性较弱；公司利润总额对政府补贴有一定的依赖，盈利能力较弱。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）综合财务实力很强，为本期债券本息到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

东方金诚评定公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定。基于对公司主体信用和本期债券偿付保障措施分析和评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

本期债券发行额：不超过 5 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，分期偿还本金

增信方式：连带责任保证
保证人/主体信用等级：重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA

评级时间

2018 年 5 月 4 日

评级小组负责人

刘贵鹏

评级小组成员

张伟 李梦吟

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产总额（万元） | 374846.29 | 453767.74 | 880529.97 |
| 所有者权益（万元） | 276967.16 | 307423.78 | 540441.13 |
| 全部债务（万元） | 63400.00 | 102870.21 | 276130.71 |
| 营业收入（万元） | 59713.73 | 62321.24 | 70133.47 |
| 利润总额（万元） | 12032.13 | 11647.61 | 13813.18 |
| EBITDA（万元） | 12040.29 | 15028.66 | 15431.59 |
| 营业利润率（%） | 20.43 | 13.83 | 13.29 |
| 净资产收益率（%） | 3.26 | 3.37 | 2.13 |
| 资产负债率（%） | 26.11 | 32.25 | 38.62 |
| 全部债务资本化比率（%） | 18.63 | 25.07 | 33.82 |
| 流动比率（%） | 663.59 | 483.98 | 837.36 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.27 | 6.84 | 17.89 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.89 | 2.86 | 2.23 |
| EBITDA/本期债券摊还额（倍） | 1.20 | 1.50 | 1.54 |

注：表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报表，本期债券摊还额为本期债券应分期偿还的本金金额，即 1.00 亿元。

优势

- 在固定资产投资增长带动下，近年来南充市嘉陵区经济发展速度较快，经济实力不断增强；
- 公司主要从事嘉陵区内的基础设施建设和土地开发整理，业务具有很强的区域专营性；
- 公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，在资产注入等方面得到了股东及相关各方的大力支持；
- 兴农担保集团综合财务实力很强，对本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 受基础设施项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，公司近年来营业收入结构变动较大，未来仍存在一定的不确定性；
- 公司流动资产中变现能力较弱的应收账款和存货占比很高，资产流动性较弱；
- 公司利润总额对政府补贴有一定的依赖，盈利能力较弱。

主体概况

南充市嘉陵发展投资有限公司（以下简称“嘉陵发展”或“公司”），前身为南充市嘉园建设投资有限公司（以下简称“嘉园建投”），是由南充市嘉陵区财政局于 2008 年 12 月出资成立的国有独资公司，初始注册资本和实收资本分别为人民币 0.60 亿元和 0.12 亿元。2009 年 12 月，公司股东由嘉陵区财政局变更为嘉陵区财政国库集中支付中心，同时缴足剩余 0.48 亿元资本金，并以货币资金和土地使用权增加注册资本 1.40 亿元。2016 年 2 月，嘉园建投更名为现名，股东变更为南充市嘉陵区人民政府，同时注册资本增加至 6.00 亿元。2017 年 12 月，公司股东变更为南充市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南充市国资委”）。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本分别为人民币 6.00 亿元和 2.00 亿元，剩余注册资本预计于 2020 年底前实缴到位，南充市国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司原为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，主要从事嘉陵区内部分（主要为工业集中区内）基础设施建设和土地开发整理等业务。2016 年 3 月，随着嘉陵区政府将南充市嘉陵城市建设投资有限公司（以下简称“嘉陵城建”）等 4 家公司 100.00% 股权无偿注入公司，公司业务范围扩展至整个嘉陵区。2017 年 1 月，嘉陵区政府及嘉陵区国有资产管理中心将南充市嘉陵区国有资产经营投资管理有限公司（以下简称“嘉陵国资”）等 3 家公司 100.00% 股权无偿注入公司，公司新增粮油购销及安保服务¹等业务。截至 2017 年末，公司为嘉陵区内最重要的基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性。

截至 2017 年末，公司拥有 9 家全资子公司，均已纳入合并财务报表范围。

表 1：截至 2017 年末公司合并报表子公司情况

单位：万元、%

| 公司名称 | 简称 | 注册资本 | 持股比例 | 取得方式 | 并表时间 |
|----------------------|-------|----------|--------|------|--------|
| 南充市嘉陵城市建设投资有限公司 | 嘉陵城建 | 30000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2016.3 |
| 南充市嘉陵工业建设投资有限公司 | 嘉陵工投 | 20000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2016.3 |
| 南充市嘉陵交通建设投资有限公司 | 嘉陵交投 | 10000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2016.3 |
| 南充天乐谷旅游发展有限公司 | 天乐谷旅游 | 10000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2016.3 |
| 南充市嘉陵农业投资开发有限公司 | 嘉陵农投 | 10000.00 | 100.00 | 投资设立 | 2016.3 |
| 南充市嘉陵水务投资经营有限公司 | 嘉陵水投 | 10000.00 | 100.00 | 投资设立 | 2016.3 |
| 南充同欣粮油购销有限公司 | 同欣粮油 | 1000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2017.1 |
| 南充先知粮油实业有限公司 | 先知粮油 | 1000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2017.1 |
| 南充市嘉陵区国有资产经营投资管理有限公司 | 嘉陵国资 | 1000.00 | 100.00 | 股权划拨 | 2017.1 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

¹ 嘉陵国资全资子公司南充嘉陵久安保安服务有限公司从事安保服务业务。

公司拟发行总额不超过 5.00 亿元的 2018 年第一期南充嘉陵发展投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）。本期债券为 7 年期固定利率债券，面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，公司将在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%（即 1.00 亿元）偿还本期债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，在债券存续期内每年付息一次，后五年利息随当年兑付的本金一起支付。

本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券募集资金人民币 5.00 亿元，其中 3.00 亿元拟用于南充汽配产业园及综合配套建设项目（以下简称“本期债券募投项目”），2.00 亿元用于补充营运资金。本期债券募投项目计划总投资 9.07 亿元，其中本期债券募集资金占总投资的 33.06%。此外，公司已于 2017 年 12 月发行了 5.00 亿元的“17 嘉陵债 01/17 嘉陵 01”，其中 3.00 亿元资金拟用于本期债券募投项目建设。

本期债券募投项目位于南充市嘉陵区工业集中区范围内，主要建设内容包括标准厂房 21.56 万平方米、辅助车间用房 2.63 万平方米、仓储用房 4.31 万平方米；电子制造、组装加工综合类厂房 11.30 万平方米、辅助车间用房 1.41 万平方米、仓储用房 1.70 万平方米；公寓楼 4.90 万平方米、综合楼 1.20 万平方米、园区生活服务中心 2.60 万平方米；办公楼 1.80 万平方米；后勤保障楼 1.28 万平方米以及配套设施建设项目。本期债券募投项目的建设对促进汽配产业园入驻企业发展、带动嘉陵区当地经济增长和税收增加均具有一定的意义。

本期债券募投项目已获得南充市国土资源局嘉陵分局、南充市嘉陵区发展和改革局和南充市嘉陵区城乡规划建设局等政府部门的批复。

表 2：南充汽配产业园及综合配套建设项目审批情况

| 审批单位 | 审批文件 | 审批文号 |
|---------------------|------------------------------------|-------------------|
| 南充市国土资源局嘉陵分局 | 《关于对南充汽配产业园及综合配套建设项目用地预审的意见》 | 南市嘉土资函[2016]126 号 |
| 南充市嘉陵区环境保护局 | 《关于“南充汽配产业园及综合配套建设项目”环境影响评价的函》 | 南嘉环函[2016]114 号 |
| 南充市嘉陵区发展和改革局 | 《关于“南充汽配产业园及综合配套建设项目”节能评估报告书的审查批复》 | 南嘉发能[2016]235 号 |
| 南充市嘉陵区城乡规划建设局 | 《建设工程规划许可证》 | 建字第[2016]15 号 |
| 南充市嘉陵区发展和改革局 | 《关于同意《南充汽配产业园及综合配套建设项目可行性研究报告》的批复》 | 南嘉发改投[2016]82 号 |
| 南充市嘉陵区城乡规划建设局 | 《建设项目选址意见书》 | 选字第[2016]08 号 |
| 南充市嘉陵区城乡规划建设局 | 《建设用地规划许可证》 | 地字第[2016]05 号 |
| 中共南充市嘉陵区委维护社会稳定领导小组 | 《关于南充汽配产业园及综合配套建设项目社会稳定风险评估备案的批复》 | 嘉维稳组[2016]9 号 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募投项目建设工期为 24 个月，已于 2016 年 7 月开工建设，截至 2017 年末已累计完成投资 3.40 亿元。

宏观经济与政策环境

宏观经济

2018年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1-3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1-3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1-3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1-3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3月末，广义货币(M2)余额同比增长8.2%，增速较上年末提高0.1个百分点，但较上年同期低1.9个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3月末，狭义货币(M1)余额同比增长7.1%，为2015年7月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为55800亿，同比少增13468亿；截至3月底，社融存量同比仅增长10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增6843亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自4月25日起下调部分金融机构存款准备金率，释放4000亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长13.6%，增速较上年同期小幅下滑0.5个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降7.5%。税收收入同比增长17.2%，增速较上年同期加快2.6个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长10.9%，增速较上年同期下滑10.1个百分点。与上年相比，今年3月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018年我国财政赤字率下调至2.6%，较上年降低0.4个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是2018年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担1.1万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在5月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；近年来的政府债务清理等政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20世纪90年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1996年以来我国城镇化率每年均保持1.0%~1.6%的增加速度，到2017年末已达到58.52%。1995年~2016年，城市市政公用设施建设固定资产投资完成额由807.60亿元增长至17459.97亿元，年均复合增长率为29.19%；城市建成区面积由19264.00平方公里增长至54331.47平方公里，年均复合增长率为9.02%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2017年末58.52%的城镇化率与发达国家80%的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002年至2016年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量从0.88辆增加至35.50辆，而人均城市道路面积仅从8.10平方米增加至15.80平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施行业一直受到国家层面的高度关注，政策环境良好。2014年3月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2017年12月的中央经济工作会议又强调了要继续扎实推进以人为核心的新型城镇化。

城投企业是地方政府进行基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发[2014]43号文、新《预算法》，到发改办财金[2018]194号文，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离平台公司的政府融资职能。这些政策措施有利于行业的长期稳定发展，但城投企业近期也普遍面临业务转型压力。未来城投企业除了公益性的基础设施建设业务，还将结合地方经济社会发展所需拓展各类经营性业务。

总体来看，随着我国新型城镇化进程的持续推进，未来城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。近年来出台的政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展。

地区经济

1. 南充市

南充市位于四川盆地东北部、嘉陵江中游，东临达州市，南连广安市，西与遂宁市、绵阳市接壤，北与广元市、巴中市毗邻，是成渝经济区北部中心城市。截至2017年末，南充市下辖3个区（顺庆区、嘉陵区、高坪区）、5个县（西充县、南部县、蓬安县、营山县、仪陇县）和1个县级市（阆中市），总面积1.25万平方公里；常住人口为641.79万，城镇化率46.5%。

南充市经济总量居四川省上游位置，石油化工、汽车汽配、纺织服装和轻工食品四大优势产业发展良好，电子信息、新材料、高端装备制造、生物医药、节能环保五大战略新兴产业发展迅速，经济实力很强

作为成渝经济区北部中心城市，南充市经济发展速度较快。2015年~2017年，

南充市地区生产总值分别为 1516.20 亿元、1651.40 亿元和 1827.93 亿元，同比分别增长 7.6%、7.8%和 8.5%，增速有所提高。2017 年，南充市地区生产总值在四川省 21 个地级市（州）中排名第五位，处于上游水平，经济实力很强。

从产业结构来看，2017 年南充市三次产业结构由上年的 21.5:48.3:30.22 调整为 19.9:41.0:39.1，第二、三产业在经济中总量中占比较高。

依托丰富的资源优势，南充市形成了以油气化工、汽车汽配、丝纺服装及轻工食品为主的四大优势产业。南充市地处我国西南最大岩盐沉积盆地核心，拥有丰富的天然气和岩盐资源，已探明盐卤储量达 1.8 万亿吨。2015 年~2017 年，南充市分别实现工业增加值 592.68 亿元、640.67 亿元和 568.88 亿元，同比分别增长 8.2%、9.3%和 9.0%。2017 年，南充市四大优势产业发展良好，油气化工、汽车汽配、丝纺服装及轻工食品分别实现总产值 280.2 亿元、602.8 亿元、397.9 亿元和 485.4 亿元，同比分别增长 18.9%、14.8%、11.2%和 12.6%。

同时，南充市电子信息、新材料、高端装备制造、生物医药、节能环保五大战略新兴产业发展迅速，2017 年实现总产值 257.8 亿元，同比增长 28.8%，拉动全市规模以上工业总产值同比增长 2.5 个百分点，贡献率为 15.0%。其中，信息技术实现总产值 52.5 亿元，同比增长 43.1%；新材料产业实现总产值 53.3 亿元，同比增长 20.1%；高端装备制造实现总产值 24.7 亿元，同比增长 16.1%；生物产业实现总产值 82.6 亿元，同比增长 15.8%；节能环保产业实现总产值 17.3 亿元，同比增长 59.0%。

2. 嘉陵区

嘉陵区位于南充市西南部、嘉陵江中游西岸，距离南充市中心城区 3 公里，与成都、重庆构成三角形的 2 小时经济圈。截至 2017 年末，嘉陵区下辖 6 个街道和 40 个乡镇，并设有嘉陵区工业集中区，行政区域面积为 1278 平方公里，常住人口为 61.96 万人，城镇化率 45.4%。

图 1：嘉陵区区位图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

在固定资产投资增长带动下，嘉陵区经济发展速度较快，经济实力不断增强

2015年~2017年，嘉陵区固定资产投资²分别为121.9亿元、100.5亿元和118.7亿元，同比分别增长-3.6%、17.5%和18.1%。在固定资产投资带动下，嘉陵区地区经济发展较快。同期，嘉陵区分别实现地区生产总值125.9亿元、137.0亿元和153.9亿元，同比分别增长6.6%、7.9%和8.8%，地区经济实力不断增强。2017年，嘉陵区民营经济实现增加值89.3亿元，同比增长8.9%，对地区经济增长贡献率达到58.5%。

从产业结构来看，2017年嘉陵区三次产业结构由上年的25.5:48.4:26.1调整为23.2:46.6:30.2，以第二产业为主，同时第三产业占比有所提高。

近年来，嘉陵区工业经济保持较快发展，主要集中于工业集中区内，已形成机械汽配、纺织服装、食品饮料和建筑材料四大产业集群，拥有吉利四川商用车有限公司、四川依格尔纺织品有限公司、四川燕京啤酒有限公司和四川远急中艺钢构有限公司等行业龙头企业。2015年~2017年，嘉陵区规模以上工业总产值分别为317.7亿元、358.2亿元和426.1亿元，同比分别增长6.8%、9.9%和18.21%。同时，嘉陵区工业企业经济效益不断好转。2017年，嘉陵区规模以上工业企业实现营业收入423.9亿元，同比增长18.5%；利润总额为27.7亿元，同比增长8.2%。

业务运营

经营概况

近年来，公司营业收入主要来自基础设施建设和土地开发整理业务，营业收入保持增长，但毛利润波动较大，毛利率下降较多

作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，公司主要从事嘉陵区内基础设施建设、土地开发整理和土地转让等业务。

受基础设施项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，公司近年来营业收入结构变动较大。2015年~2017年，公司营业收入分别为5.97亿元、6.23亿元和7.01亿元，其中基础设施建设业务收入分别为0.00亿元、5.19亿元和6.55亿元；土地开发整理业务收入分别为4.05亿元、1.04亿元和0.00亿元。此外，由于嘉陵区土地交易市场行情变化，公司仅2015年实现土地转让收入1.92亿元，未来仍存在一定的不确定性。

² 2015年嘉陵区固定资产投资数据包括化学工业园，2016年和2017年嘉陵区固定资产投资数据不包括化学工业园。化学工业园位于嘉陵区境内，但归属于南充市投资管理。

表 3：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

| 项目 | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | |
|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 营业收入 | 59713.73 | 100.00 | 62321.24 | 100.00 | 70133.47 | 100.00 |
| 基础设施建设 | - | - | 51898.72 | 83.28 | 65518.96 | 93.42 |
| 土地开发整理 | 40463.80 | 67.76 | 10404.61 | 16.70 | - | - |
| 土地转让 | 19249.93 | 32.24 | - | - | - | - |
| 其他 | - | - | 17.90 | 0.03 | 4614.51 | 6.58 |
| 毛利润 | 12201.22 | 100.00 | 8844.21 | 100.00 | 9560.57 | 100.00 |
| 基础设施建设 | - | - | 7352.32 | 83.13 | 9281.85 | 97.08 |
| 土地开发整理 | 6743.97 | 55.27 | 1473.99 | 16.67 | - | - |
| 土地转让 | 5457.25 | 44.73 | - | - | - | - |
| 其他 | - | - | 17.90 | 0.20 | 278.72 | 2.92 |
| 毛利率 | 20.43 | | 14.19 | | 13.63 | |
| 基础设施建设 | - | | 14.17 | | 14.17 | |
| 土地开发整理 | 16.67 | | 14.17 | | - | |
| 土地转让 | 28.35 | | - | | - | |
| 其他 | - | | 100.00 | | 6.04 | |

资料来源：审计报告，东方金诚整理

近年来，主要营业收入结构变化影响，公司毛利润波动较大，同时毛利率下降较多。2015 年~2017 年，公司毛利润分别为 1.22 亿元、0.88 亿元和 0.96 亿元；毛利率分别为 20.43%、14.19%和 13.63%。

基础设施建设

公司主要从事嘉陵区内路网、标准厂房和公共设施等基础设施项目建设，业务具有较强的区域专营性

公司基础设施建设业务原主要由本部负责，主要从事嘉陵区工业集中区内的基础设施建设，但随着南充市人民政府于 2016 年 3 月将嘉陵城建等 4 家公司 100%股权无偿注入公司，公司基础设施建设业务范围也随之扩展至整个嘉陵区。截至 2017 年末，公司为嘉陵区最重要的基础设施建设主体。

根据公司与嘉陵区工业集中区管委会（以下简称“工业管委会”）签订的《南充市嘉陵区基础设施项目及土地开发整理开发和合作协议书》（以下简称“合作协议”）及具体项目的委托协议，项目建设资金主要来自公司自有资金及外部融资。待项目竣工后，由工业管委会组织验收，并提请嘉陵区财政投资管理中心对项目投资总额进行评审，出具项目评审报告。工业管委会在评审金额的基础上加成 20%的比例确认应付公司的代建项目收入，根据嘉陵区政府统一安排，由嘉陵区财政局代工业管委会支付公司相应款项。

近年来，公司先后承接了四川南充西站大道（燕京大道）改扩建工程、嘉陵迎宾大道北段建设工程、嘉陵区汽车汽配产业园进场道路工程、何家沟道路工程和甲子沟道路工程等。受基础设施项目施工进度影响，公司基础设施建设业务收入波动

较大，但近三年呈增长态势，2015年~2017年分别为0.00亿元、5.19亿元和6.55亿元。

表4：2016年~2017年公司基础设施建设业务收入及成本情况

单位：亿元

| 项目名称 | 确认收入 | 确认成本 |
|----------------------------------|-------------|-------------|
| 嘉陵汽车工业集中区汽车汽配产业园进场道路建设工程 | 1.52 | 1.30 |
| 嘉陵工业集中区四川吉利新能源商用车生产与研发项目场地强夯工程项目 | 0.33 | 0.28 |
| 何家沟道路工程 | 0.75 | 0.64 |
| 甲子沟道路工程 | 0.75 | 0.64 |
| 嘉陵区汽车汽配产业园进场道路工程 | 1.85 | 1.59 |
| 2016年合计 | 5.19 | 4.45 |
| 泥溪口棚户区改造还房工程 | 3.37 | 2.89 |
| 畅丰车桥一期棚户区改造还房工程 | 1.69 | 1.45 |
| 木老镇弃土场项目工程 | 0.22 | 0.18 |
| 泥溪河基础设施项目工程 | 0.20 | 0.17 |
| 冯家桥及冯家沟基础设施项目工程 | 0.60 | 0.52 |
| 廖家嘴基础设施项目工程 | 0.06 | 0.05 |
| 西兴夹尺沟基础设施项目工程 | 0.42 | 0.36 |
| 2017年合计 | 6.55 | 5.62 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2017年末，公司主要在建基础设施项目包括冯家桥棚户区改造还房工程、迎宾大道南段建设工程等代建项目，以及南充汽配产业园及综合配套建设项目等自建项目，计划总投资为43.36亿元，已累计完成投资27.17亿元，尚需投资16.19亿元。其中，南充汽配产业园及综合配套建设项目为本期债券募投项目，项目建成后由公司负责日常运营和管理。总体来看，公司在建基础设施项目投资规模很大，未来面临较大的筹资压力。

表5：截至2017年末公司主要在建基础设施建设项目情况

单位：亿元

| 项目名称 | 计划总投资 | 项目已投资 | 尚需投资 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| 南充汽配产业园及综合配套建设项目 | 9.07 | 3.40 | 5.67 |
| 冯家桥棚户区改造还房工程 | 4.58 | 4.12 | 0.46 |
| 迎宾大道南段建设工程 | 3.50 | 3.27 | 0.23 |
| 茶盘寺棚户区改造还房工程 | 3.11 | 2.91 | 0.20 |
| 白燕大道建设项目 | 3.00 | 2.80 | 0.20 |
| 青九路工程项目 | 3.82 | 2.02 | 1.80 |
| 白马干道、朱凤干道、听凤路道路工程 | 2.10 | 2.00 | 0.10 |
| 南充市嘉陵区贫困村社基础设施建设项目 | 7.80 | 1.55 | 6.25 |
| 标准厂房项目 | 1.60 | 1.40 | 0.20 |
| 其他 | 4.78 | 3.70 | 1.08 |
| 合计 | 43.36 | 27.17 | 16.19 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地开发整理

公司负责嘉陵区内土地开发整理工作，但受项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，近年来土地开发整理收入波动较大，未来仍存在一定的不确定性

根据公司与工业管委会签订的合作协议及具体项目的委托协议，公司根据嘉陵区政府土地开发整理计划，通过自有资金及外部融资对南充市嘉陵区内待出让的土地进行前期开发整理，包括场地平整、道路铺设、供水、供电、供气等配套设施的建设，使得相关土地达到预定的可出让状态。待项目竣工后，由工业管委会组织验收，并提请嘉陵区财政投资管理中心对项目投资总额进行评审，出具项目评审报告。工业管委会在评审金额的基础上加成 20% 的比例确认应付公司的土地开发整理收入，根据嘉陵区政府统一安排，由嘉陵区财政局代工业管委会支付公司相应款项。

2015 年~2017 年，公司土地开发整理收入分别为 4.05 亿元、1.04 亿元和 0.00 亿元。其中，2015 年土地开发整理收入来自白马新城黄莲湾片区土地整理二期工程和吉利汽车产业园土地整理项目；2016 年土地开发整理收入全部来自嘉陵工业集中区吉利用地场平和仲村沟道路路基填筑、碾压建设工程；2017 年公司未实现土地开发整理业务收入。受项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，公司土地开发整理收入波动较大，未来仍存在一定的不确定性。

土地转让

公司从事的土地转让收入是营业收入的有益补充，但该业务受土地二级市场交易市场行情影响较大，未来存在较大的不确定性

近年来，公司将南充市财政局和南充市嘉陵区国有资产管理中心（以下简称“嘉陵区国资中心”）历年来无偿注入的土地使用权（土地性质均为出让）委托南充市国土资源局公开对外拍卖转让。公司按土地划拨时的评估入账价值核算土地转让成本，并以南充市国土资源局拍卖成交确认书作为计量土地转让收入的依据。

近三年，公司仅 2015 年实现土地转让收入 1.92 亿元，全部来自南充市国用（2012）第 025460 号和南充市国用（2012）第 025461 号，合计土地转让面积为 7.33 万平方米，均为 2012 年嘉陵区国资中心无偿注入的土地。截至 2017 年末，公司账面尚有 17 宗土地使用权，账面价值 24.41 亿元。受嘉陵区房地产及土地二级市场交易市场行情变化影响，未来该业务收入仍存在较大的不确定性。

股东支持

公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，在资产注入等方面得到了股东及各方有力支持

资产注入方面，自成立以来，公司累计获得嘉陵区财政局及国资中心无偿划拨的评估价值为 25.66 亿元土地使用权；2016 年 3 月，南充市人民政府将嘉陵城建、嘉陵工投、嘉陵交投和天乐谷旅游 4 家公司 100% 股权无偿注入公司；2017 年 1 月，南充市人民政府将嘉陵国资、同欣粮油、先知粮油 3 家公司 100.00% 股权无偿注入

公司，合计 15.84 亿元。

债务偿还方面，公司被纳入嘉陵区政府债务置换范围的债务于 2015 年~2017 年分别被置换 1.02 亿元、5.72 亿元和 0.90 亿元。截至 2017 年末，公司已无纳入政府债务置换范围的债务。

财政补贴方面，2016 年，公司获得嘉陵区政府基础设施项目的补助拨款 0.68 亿元；2017 年，公司获得基础设施项目的补助拨款 0.63 亿元（嘉财专[2017]368 号文）、两家粮油子公司合计获得粮食补贴 0.08 亿元（嘉财专[2017]861 号文）。

企业管理

产权结构

截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本分别为人民币 6.00 亿元和 2.00 亿元；南充市国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

治理结构

公司设立了董事会、监事会、总经理和经营管理层；不设股东会，由南充市国资委履行出资人职责。

董事会是公司的权利机构和决策机构，由 5 名董事组成，其中职工董事 2 名，非职工董事 3 名，非职工董事由南充市国资委委派。公司董事会设董事长 1 名，由南充市国资委从董事会成员中指定。

公司监事会设监事 5 人，其中职工代表 2 人，非职工代表 3 人，非职工监事由南充市国资委委派；监事会设主席 1 名，由南充市国资委委派。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，统一负责公司的日常经营和管理。

管理水平

公司下设信息综合部、财务部、规划部、工程部、安全生产部、要素保障部和资产管理部 7 个职能部门，部门设置较为合理，职责清晰。

制度建设方面，为建立规范高效的行政管理机制、提高行政管理效能，公司制定了各项行政管理制度，包括会计核算制度、存货管理制度、对外担保管理制度和内部控制检查监督管理办法等。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度相对健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报表。中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年~2017 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2017 年末，公司合并财务报表范围包括 9 家全资子公司，其中 6 家为 2016

年内无偿划入或投资设立，3家为2017年内无偿划入。

资产构成与资产质量

公司资产以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的应收账款和存货占比很高，资产流动性较弱

2015年~2017年末，公司资产总额分别为37.48亿元、45.38亿元和88.05亿元。其中，流动资产占资产总额的比重分别为99.98%、88.89%和81.05%。

公司流动资产主要由存货和应收账款构成。2015年~2017年末，公司流动资产分别为37.48亿元、40.34亿元和71.37亿元，其中存货和应收账款合计占比96.67%、87.92%和79.71%。

公司存货主要由土地使用权和基础设施建设项目成本构成，由于土地使用权的流动性受嘉陵区土地出让和交易市场行情影响较大、基础设施建设项目的流动性受工程完工结算进度影响较大，变现能力均较弱。2015年~2017年末，公司存货分别为28.40亿元、29.84亿元和47.99亿元。2017年，由于基础设施项目投资力度有所加大，公司存货规模同比大幅增长。2017年末，公司存货主要由24.41亿元土地使用权和23.37亿元基础设施项目成本构成。其中，土地使用权合计17宗，均已缴纳出让金为嘉陵区内土地，除1宗是由公司通过招拍挂取得的工业用地且土地证正在办理之外，其余16宗土地均由嘉陵区财政局和嘉陵区国资中心历年无偿注入公司所得，均为商业住宅用地、按评估价值入账、土地证件齐全。

2015年~2017年末，公司应收账款分别为7.83亿元、5.63亿元和8.90亿元。2017年末，公司应收账款中8.87亿元为应收南充市嘉陵区财政局的基础设施和土地开发整理项目结算款及委托转让土地款项，流动性受其实际支付情况影响较大。

公司非流动资产主要由长期应收款构成。2015年~2017年末，公司非流动资产为56.49万元、5.04亿元和16.69亿元。2017年末，公司长期应收款为12.41亿元，全部为应收政府单位的项目建设垫付资金。

受限资产方面，截至2017年末，公司受限资产为12.41亿元的长期应收款，全部用于借款质押，占资产总额的比重为14.09%。

资本结构

1. 所有者权益

得益于股东及相关各方无偿划拨土地使用权、子公司股权，以及公司净利润的积累，公司所有者权益近年来稳步增加

2015年~2017年末，公司所有者权益分别为27.70亿元、30.74亿元和54.04亿元，保持稳步增加。

从所有者权益构成来看，2015年~2017年末，公司实收资本均为2.00亿元；资本公积分别为22.82亿元、24.83亿元和40.85亿元，主要由股东划拨土地使用权、子公司股权形成；未分配利润分别为2.59亿元、3.57亿元和10.77亿元，为公司经营产生的净利润累积以及合并转入形成。2017年，公司未分配利润大幅增加，其中6.13亿元系企业合并转入形成。

2. 负债

近年来，公司有息债务规模增长迅速，负债结构不断趋于长期化，整体债务负担有所加重

2015年~2017年末，公司负债总额分别为9.79亿元、14.63亿元和34.01亿元。其中，公司流动负债占比分别为57.70%、56.95%和25.06%。2017年，公司负债结构由以流动负债为主转变成以非流动负债为主。

2015年~2017年末，公司流动负债分别为5.65亿元、8.33亿元和8.52亿元。2017年末，公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

受合并报表范围增加影响，公司其他应付款大幅增长。2015年~2017年末，公司其他应付款分别为0.02亿元、3.68亿元和5.53亿元，2017年末主要为应付嘉陵区交通局、财政局等单位往来款；一年内到期的非流动负债分别为2.20亿元、3.99亿元和1.94亿元，2017年末全部为一年内到期的长期借款。

此外，随着逐步偿付施工方工程款，公司应付账款大幅减少。2015年~2017年末，公司应付账款分别为2.55亿元、15.17万元和44.44万元。

公司非流动负债全部由长期借款和于2017年12月发行的5.00亿元“17嘉陵债01/17嘉陵01”构成。2015年~2017年末，公司长期借款分别为4.14亿元、6.30亿元和20.54亿元，主要用于基础设施项目建设。

近年来，公司有息债务规模增长迅速，整体债务负担有所加重。2015年~2017年末，公司全部债务分别为6.34亿元、10.29亿元和27.61亿元，占负债总额的比重分别为64.77%、70.29%和81.19%。其中，长期有息债务分别为4.14亿元、6.30亿元和25.49亿元。同期末，公司资产负债率分别为26.11%、32.25%和38.62%；全部债务资本化比率分别为18.63%、25.07%和33.82%，整体债务负担有所加重。

截至2017年末，公司对外担保余额为7.50亿元，担保比率为13.88%，被担保对象为南充市嘉陵区升钟水库管理局和南充市嘉信建设投资有限公司，均为南充市企事业单位。

盈利能力

近年来，公司利润总额对政府补贴有一定的依赖，盈利能力较低

2015年~2017年，公司营业收入分别为5.97亿元、6.23亿元和7.01亿元。同期，公司期间费用分别为21.19万元和3589.72万元和2923.56万元。2017年之前，公司员工均由嘉陵区财政局等单位派出，工资由派出单位支付，公司管理费用较低。2016年，由于公司利息支出规模高达3372.07万元，公司财务费用大幅增加。

2015年~2017年，公司利润总额分别为1.20亿元、1.16亿元和1.38亿元。其中，政府补贴收入分别为0.00亿元和0.68亿元和0.63亿元，公司利润对政府补贴收入有一定的依赖。

2015年~2017年，公司总资本收益率分别为2.65%、3.35%和1.58%，净资产收益率分别为3.26%、3.37%和2.13%，盈利能力较低。

现金流

公司经营活动净现金流波动较大，对基础设施和土地开发整理项目结算款、往来款等依赖较大，未来仍存在一定不确定性

2015年~2017年，公司经营活动现金流入分别为1.14亿元、7.27亿元和9.86亿元，主要为嘉陵区人民政府支付基础设施和土地开发整理项目结算款、往来款等形成的现金流入。由于实际操作中存在嘉陵区财政局替公司支付基础设施建设和土地开发整理相关施工单位工程款，并与公司应收嘉陵区财政局土地转让收入款相抵情况，因此近三年公司经营活动现金流入与流出规模均较小。2015年~2017年，公司经营活动现金流出分别为4.14亿元、4.29亿元和13.62亿元，主要为公司支付施工单位工程款形成的现金流出；经营活动净现金流分别为-3.00亿元、2.98亿元和-3.76亿元。公司经营活动净现金流波动较大，对基础设施和土地开发整理项目结算款、往来款等依赖较大，未来仍存在一定不确定性。

2015年~2017年，公司投资活动净现金流分别为0.00元、-4.87亿元和-10.91亿元，2016年以来，公司投资活动净现金流出主要为投资自建项目的工程款支出以及形成长期应收款的款项支出。

随着基础设施和土地开发整理项目资金需求增大，公司筹资活动现金净流入规模增长较快。2015年~2017年，公司筹资活动现金流入分别为3.20亿元、6.78亿元和24.00亿元，主要为取得银行借款、发行债券以及股东投资形成的现金流入；筹资活动现金流出分别为0.80亿元、2.65亿元和3.98亿元，全部为偿还债务本金及利息支出；筹资性活动净现金流分别为2.40亿元、4.13亿元和20.02亿元。

2015年~2017年，公司现金及现金等价物净增加额分别为-0.60亿元、2.23亿元和5.35亿元，对筹资活动现金流入依赖很大。

偿债能力

公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，相关业务具有较强的区域专营性，在资产注入和债务偿还等方面得到股东及相关的有力支持，公司偿债能力较强

2015年~2017年末，公司流动比率分别为663.59%、483.98%和837.36%，速动比率分别为160.73%、125.98%和274.26%，但公司流动资产中变现能力较弱的应收账款和存货占比很高，资产流动性较弱。从长期偿债能力来看，同期末，公司全部债务资本化比率分别为18.63%、25.07%和33.82%；2015年~2017年，公司全部债务/EBITDA分别为5.27倍、6.84倍和17.89倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度有所减弱，长期偿债能力一般。

本期债券拟发行额为5.00亿元，是公司2017年末全部债务和负债总额的0.18倍和0.15倍。以公司2017年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至41.92%和37.63%，即分别上升3.30和3.82个百分点，对公司现有资本结构影响较大。

在本期债券存续期内，公司债务的期限结构如下表所示。

表 6：截至 2017 年末本期债券存续期内公司全部债务期限结构

单位：万元

| 债务到期时间 | 本期债券本金 到期偿还金额 | “17 嘉陵债 01/17 嘉陵 01” 本金到期偿还金额 | 现有债务本金 到期偿还金额 ³ | 合计 |
|-----------|------------------|----------------------------------|-------------------------------|------------------|
| 2018 年 | - | - | 21022.27 | 21022.27 |
| 2019 年 | - | - | 11359.40 | 11359.40 |
| 2020 年 | - | 10000.00 | 39095.00 | 49095.00 |
| 2021 年 | 10000.00 | 10000.00 | 33650.00 | 53650.00 |
| 2022 年 | 10000.00 | 10000.00 | 35250.00 | 55250.00 |
| 2023 年 | 10000.00 | 10000.00 | 11250.00 | 31250.00 |
| 2024 年 | 10000.00 | 10000.00 | 10750.00 | 30750.00 |
| 2025 年 | 10000.00 | - | 14250.00 | 24250.00 |
| 2026 年及以后 | - | - | 99504.04 | 99504.04 |
| 合计 | 50000.00 | 50000.00 | 276130.71 | 376130.71 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

综合来看，尽管现金流及资产对公司偿债的保障程度较低，但考虑到公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，相关业务具有较强的区域专营性，在资产注入和债务偿还等方面得到股东及相关各方的有力支持，公司偿债能力较强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2018 年 4 月 25 日，公司本部未结清和已结清贷款中均无不良或关注类款项。截至本报告出具日，公司已公开发行的“17 嘉陵债 01/17 嘉陵 01”，尚未到本息兑付日。

抗风险能力

基于对南充市及嘉陵区地区经济实力、公司股东及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力较强。

增信措施

兴农担保集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

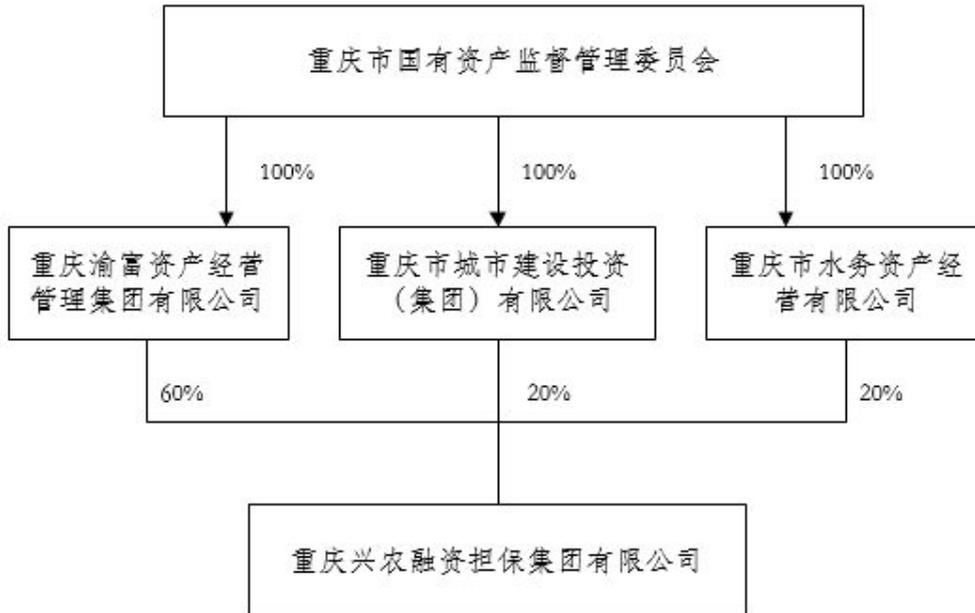
兴农担保集团综合财务实力很强，为本期债券提供的连带责任保证担保具有很强的增信作用

兴农担保集团成立于 2011 年 8 月，是由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制的农业政策性担保公司。截至 2017

³ “17 嘉陵债 01/17 嘉陵 01”到期偿还金额未计算入现有债务本金到期偿还金额内。

年末，兴农担保集团注册资本 30.00 亿元，实收资本上升至 29.50 亿元，其股权结构如图 2 所示。

图 2：截至 2017 年末兴农担保集团股权结构



资料来源：兴农担保集团提供，东方金诚整理

兴农担保集团是全国第一家从事农村“三权”⁴资产抵质押融资担保服务的政策性担保公司，其以融资性担保为主业，兼营诉讼保全、履约保函等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内开展投资业务。兴农担保集团构建了“1+26+4”的农业融资担保服务体系，即以兴农担保集团本部为主体，协助重庆市各区政府组建了 26 家区县担保公司，并投资控股了 4 家配套金融服务子公司，形成以担保为主业，集价格评估、资产管理、互联网金融、股权投资为一体的多元化金融服务体系。截至 2017 年末，兴农担保集团担保责任余额 384.29 亿元。其中，债券担保责任余额 206.20 亿元，同比增长 292.76%。

2017 年末，兴农担保集团合并口径资产总额 223.73 亿元，净资产 97.69 亿元；当年兴农担保集团实现营业收入 6.50 亿元，同比微降-0.46%，其中主营业务收入和资金业务利息收入同比分别变动 2.06%和-23.48%。

东方金诚认为，作为中国四大直辖市之一以及“一带一路”战略的重要支点城市，重庆市经济实力很强，且重庆市政府出台了一系列政策支持融资担保行业的发展，为兴农担保集团业务发展创造了良好的外部环境；兴农担保集团间接融资担保业务主要定位于支持“三农”和小微企业，具有较强的政策性，且其业务结构持续优化，客户覆盖面不断拓宽；兴农担保集团债券担保业务发展较快，带动直接融资性担保规模快速增长，且其担保放大倍数较低、项目储备较为丰富，发展空间较大；受益于股东资金的进一步到位，兴农担保集团净资产规模持续增长，且农业发展银行已签署对兴农担保集团股权投资意向书，将进一步增强兴农担保集团资本实力和担保代偿能力。

⁴ 农村“三权”指农村土地承包经营权、农村房屋房屋权和林权。

东方金诚也关注到，兴农担保集团贷款担保业务集中于农林牧渔业，行业集中度较高，不利于分散风险；兴农担保集团债券担保客户均为地方城投公司，单笔担保规模较大、周期较长，且客户和区域集中度较高；兴农担保集团存量应收代偿规模较大，且抵质押物处置进度缓慢，后续回收情况存在较大不确定性；兴农担保集团业务规模持续扩张导致营业支出大幅增加，净利润逐年下降，整体盈利能力有所减弱。

综上所述，东方金诚评定兴农担保集团的主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。兴农担保集团为本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

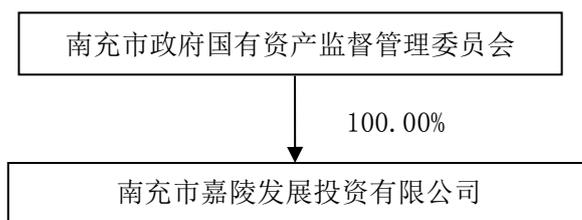
东方金诚认为，在固定资产投资增长带动下，近年来南充市嘉陵区经济发展速度较快，经济实力不断增强；公司主要从事嘉陵区内的基础设施建设和土地开发整理，业务具有很强的区域专营性；公司作为南充市嘉陵区最重要的基础设施建设主体，在资产注入等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，受基础设施项目完工结算进度和嘉陵区土地交易市场行情变化等因素影响，公司近年来营业收入结构变动较大，未来仍存在一定的不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的应收账款和存货占比很高，资产流动性较弱；公司利润总额对政府补贴有一定的依赖，盈利能力较弱。

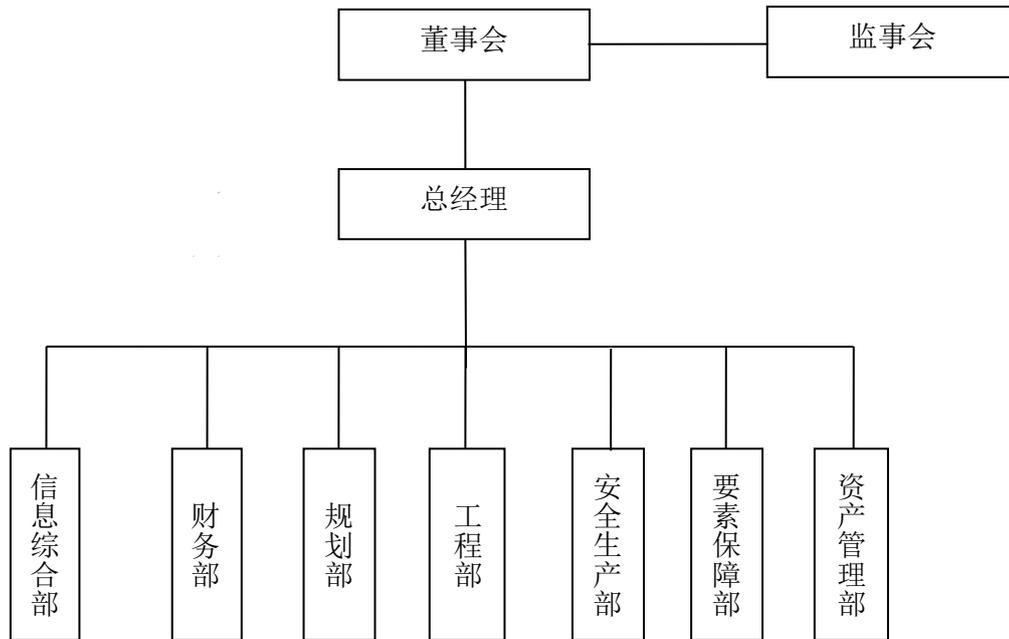
兴农担保集团综合财务实力很强，为本期债券本息到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

综合分析，公司的主体信用风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2017 年末公司股权结构图



附件二：截至 2017 年末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产： | | | |
| 货币资金 | 4207.35 | 26549.40 | 80078.57 |
| 应收账款 | 78307.81 | 56266.19 | 88974.65 |
| 预付款项 | 0.00 | 0.00 | 145.98 |
| 其他应收款 | 8265.23 | 22182.60 | 64551.10 |
| 存货 | 284009.41 | 298367.87 | 479921.19 |
| 流动资产合计 | 374789.80 | 403366.06 | 713671.49 |
| 非流动资产： | | | |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00 | 293.11 |
| 长期应收款 | 0.00 | 50290.00 | 124063.77 |
| 固定资产 | 18.99 | 26.66 | 2166.38 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 38060.35 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 2270.89 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 10.02 | 0.00 |
| 递延所得税资产 | 37.50 | 75.00 | 4.00 |
| 非流动资产合计 | 56.49 | 50401.68 | 166858.48 |
| 资产总计 | 374846.29 | 453767.74 | 880529.97 |
| 流动负债： | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 1920.43 |
| 应付账款 | 25501.31 | 15.17 | 44.44 |
| 预收款项 | 0.00 | 0.00 | 258.02 |
| 应付职工薪酬 | 0.00 | 0.00 | 209.66 |
| 应交税费 | 8730.63 | 3411.84 | 7915.28 |
| 应付利息 | 0.00 | 3243.17 | 181.64 |
| 其他应付款 | 247.19 | 36803.58 | 55349.09 |
| 一年内到期的非流动负债 | 22000.00 | 39870.21 | 19350.00 |
| 流动负债合计 | 56479.13 | 83343.96 | 85228.56 |
| 非流动负债： | | | |
| 长期借款 | 41400.00 | 63000.00 | 205356.24 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 49504.04 |
| 非流动负债合计 | 41400.00 | 63000.00 | 254860.28 |
| 负债合计 | 97879.13 | 146343.96 | 340088.84 |
| 所有者权益(或股东权益)： | | | |
| 实收资本(股本) | 20000.00 | 20000.00 | 20000.00 |
| 资本公积 | 228208.87 | 248297.82 | 408495.87 |
| 盈余公积 | 2875.83 | 3465.39 | 4267.98 |
| 未分配利润 | 25882.46 | 35660.57 | 107677.28 |

| | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 归属于母公司所有者权益 | 276967.16 | 307423.78 | 540441.13 |
| 所有者权益合计 | 276967.16 | 307423.78 | 540441.13 |
| 负债和所有者权益总计 | 374846.29 | 453767.74 | 880529.97 |

附件四：公司合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|-------------------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入 | 59713.73 | 62321.24 | 70133.47 |
| 其中：营业收入 | 59713.73 | 62321.24 | 70133.47 |
| 二、营业总成本 | 47681.61 | 57441.15 | 63445.41 |
| 其中：营业成本 | 47512.51 | 53477.03 | 60572.90 |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 224.40 | 238.32 |
| 销售费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 65.68 | 244.48 | 1622.91 |
| 财务费用 | -44.49 | 3345.24 | 1300.65 |
| 资产减值损失 | 147.90 | 150.00 | -289.37 |
| 加：公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益 | 0.00 | 0.00 | 817.44 |
| 三、营业利润 | 12032.13 | 4880.09 | 7505.50 |
| 加：营业外收入 | 0.00 | 6776.02 | 6307.68 |
| 减：营业外支出 | 0.00 | 8.50 | 0.00 |
| 四、利润总额（亏损总额为“-”） | 12032.13 | 11647.61 | 13813.18 |
| 减：所得税费用 | 3008.03 | 1279.94 | 2324.09 |
| 五、净利润（净亏损以“-”） | 9024.10 | 10367.67 | 11489.10 |
| 其中：被合并方在合并前实现的净利润 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 9024.10 | 10367.67 | 11489.10 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

附件五：公司合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|--------------------------|-----------|-----------|------------|
| 一、经营活动产生的现金流量 | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 11359.64 | 41730.51 | 30892.47 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 44.72 | 30978.12 | 67718.11 |
| 经营活动现金流入小计 1 | 11404.36 | 72708.63 | 98610.58 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 38631.57 | 28432.96 | 35948.31 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 5.11 | 72.02 | 3569.29 |
| 支付的各项税费 | 0.00 | 0.00 | 108.18 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 2799.27 | 14423.35 | 96596.62 |
| 经营活动现金流出小计 1 | 41435.95 | 42928.34 | 136222.41 |
| 经营活动产生的现金流净额 | -30031.59 | 29780.30 | -37611.82 |
| 二、投资活动产生的现金流量 | | | |
| 收到的其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 1618.65 | 2320.54 |
| 投资活动现金流入小计 2 | 0.00 | 1618.65 | 2320.54 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 0.00 | 26.67 | 37447.64 |
| 投资所支付的现金 | 0.00 | 0.00 | 170.00 |
| 支付的其他与投资有关的现金 | 0.00 | 50290.00 | 73773.77 |
| 投资活动现金流出小计 2 | 0.00 | 50316.67 | 111391.41 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.00 | -48698.03 | -109070.87 |
| 三、筹资活动产生的现金流 | | | |
| 吸收投资所收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 34000.00 |
| 借款所收到的现金 | 32000.00 | 64000.00 | 150345.00 |
| 发行债券收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 49500.00 |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 3801.00 | 6155.00 |
| 筹资活动现金流入小计 3 | 32000.00 | 67801.00 | 240000.00 |
| 偿还债务所支付的现金 | 1600.00 | 24529.79 | 32870.21 |
| 分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金 | 6360.28 | 2011.43 | 6917.93 |
| 筹资活动现金流出小计 3 | 7960.28 | 26541.22 | 39788.14 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 24039.72 | 41259.78 | 200211.86 |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -5991.87 | 22342.05 | 53529.17 |

附件六：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

| 将净利润调节为经营活动现金流量 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|
| 净利润 | 9024.10 | 10367.67 | 11489.10 |
| 减：未确认的投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加：计提的坏账或核销的坏账 | 147.90 | 150.00 | -291.32 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 8.16 | 8.98 | 158.76 |
| 无形资产摊销 | 0.00 | 0.00 | 54.10 |
| 长期待摊费用的摊销 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产报废损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 0.00 | 3372.07 | 1405.55 |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列) | -36.98 | -37.50 | 73.71 |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货的减少(增加以“-”号填列) | 656.68 | 27876.09 | 21741.44 |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列) | -27083.39 | -20113.00 | -198087.26 |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列) | -12748.06 | 8155.99 | 125844.11 |
| 待摊费用减少 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预提费用增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -30031.59 | 29780.30 | -37611.82 |
| 现金的期末余额 | 4207.35 | 26549.40 | 80078.57 |
| 减：现金的期初余额 | 10199.22 | 4207.35 | 26549.40 |
| 加：现金等价物的期末余额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减：现金等价物的期初余额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -5991.87 | 22342.05 | 53529.17 |

附件七：公司主要财务指标

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | |
| 营业利润率 (%) | 20.43 | 13.83 | 13.29 |
| 总资本收益率 (%) | 2.65 | 3.35 | 1.58 |
| 净资产收益率 (%) | 3.26 | 3.37 | 2.13 |
| 偿债能力 | | | |
| 资产负债率 (%) | 26.11 | 32.25 | 38.62 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 13.00 | 16.69 | 32.05 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 18.63 | 25.07 | 33.82 |
| 流动比率 (%) | 663.59 | 483.98 | 837.36 |
| 速动比率 (%) | 160.73 | 125.98 | 274.26 |
| 经营现金流动负债比 (%) | -53.17 | 35.73 | -44.13 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 1.89 | 2.86 | 2.23 |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 5.27 | 6.84 | 17.89 |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍) | -0.47 | -0.18 | -0.53 |
| 筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍) | -4.72 | -3.60 | -21.20 |
| 经营效率 | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | - | 0.93 | 0.97 |
| 存货周转次数 (次) | - | 0.18 | 0.16 |
| 总资产周转次数 (次) | - | 0.15 | 0.11 |
| 现金收入比 (%) | 19.02 | 66.96 | 44.05 |
| 增长指标 | | | |
| 资产总额年平均增长率 (%) | - | 21.05 | 53.27 |
| 营业收入年平均增长率 (%) | - | 4.37 | 8.37 |
| 利润总额年平均增长率 (%) | - | -3.20 | 7.15 |
| 本期债券偿债能力 | | | |
| EBITDA/本期债券摊还额 (倍) | 1.20 | 1.50 | 1.54 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 (倍) | 1.14 | 7.27 | 9.86 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍) | -3.00 | 2.98 | -3.76 |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍) | -3.00 | -1.89 | -14.67 |

附件八：主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 盈利指标 | |
| 毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 总资产收益率 | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 偿债能力指标 | |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$ |
| 全部债务资本化比率 | $\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 长期债务资本化比率 | $\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 担保比率 | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| EBITDA 利息倍数 | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$ |
| 债务保护倍数 | $(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$ |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$ |
| 期内长期债务偿还能力 | $\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期债务本金}$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 经营现金流流动负债比率 | $\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 筹资活动前现金流量净额利息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$ |
| 筹资活动前现金流量净额本息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$ |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | $\text{营业收入净额} / (\text{平均应收账款} + \text{平均应收票据})$ |
| 存货周转次数 | $\text{营业成本} / \text{平均存货}$ |
| 总资产周转次数 | $\text{营业收入净额} / \text{平均资产总额}$ |
| 增长指标 | |
| 资产总额年平均增长率 | (1) 2 年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n 年数据: $\text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 n 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$ |
| 营业收入年平均增长率 | |
| 利润总额年平均增长率 | |
| 本期债券偿债能力 | |
| EBITDA/本期债券摊还额 | $\text{EBITDA} / \text{本期债券摊还额}$ |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | $\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券摊还额}$ |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | $\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券摊还额}$ |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券摊还额}$ |

注：长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件九：企业主体及长期债券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。

关于 2018 年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“2018 年第一期南充市嘉陵发展投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注南充市嘉陵发展投资有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向南充市嘉陵发展投资有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，南充市嘉陵发展投资有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如南充市嘉陵发展投资有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 5 月 4 日

