

2017 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司

城市停车场建设专项债券

2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【434】号 01

债券简称：17 桐建 01/17
桐建投专项债 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融
资担保集团有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2024 年
12 月 18 日

债券偿还方式：单利按
年计息，不计复利，逾
期不另计利息。在债券
存续期的第 3 年至第 7
年，每年末按照债券发
行总额 20%的比例偿还
债券本金

分析师

姓名：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

2017 年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市 停车场建设专项债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2018 年 06 月 20 日	2017 年 06 月 14 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“桐城建投”或“公司”）及其 2017 年 12 月 15 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，继续获得外部的大力支持，并且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，且存在一定的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。2017 年，桐城市实现地区生产总值 273.0 亿元，较上年同比增长 8.6%；地方综合财力为 47.26 亿元，较上年增长 11.28%，区域经济和财政保持增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。截至 2017 年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为 20.73 亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；另外公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计 14.05 亿元，未来随着项目完工及对外出售，仍将贡献一定规模的收入；截至 2017 年末，公司尚有近 1804.32 亩的土地储备，账面价值 30.16 亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2017 年，公司获得桐城市财政局货币注资 5.90 亿元，并收到桐城市人民政府所属 62 宗评估价值 7.63 亿元的房产及相应土地

使用权，另外，公司收到政府补贴 1.50 亿元，增强了公司的资本实力及利润水平。

- **兴农担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。**担保方业务稳定发展，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司应收款项及存货资产在资产总额中占比为 73.15%。公司应收款项规模较大对公司资金形成一定占用，存货主要为储备土地及项目投资，且 78.68% 的土地已被抵押，集中变现难度较大，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 11.64 亿元，且截至 2017 年末公司主要在建项目后续至少还需投资 26.38 亿元，未来面临一定的资金压力。
- **公司有息债务持续增加，偿债压力不断加大。**截至 2017 年末，公司负债总额为 61.42 亿元，其中有息债务余额为 57.38 亿元，较上年增长 73.40%，规模较大且增长较快，存在偿债压力不断加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 18.99 亿元，在年末所有者权益中占比为 29.09%，对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，未来存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,267,205.93	1,015,641.62	838,564.98
所有者权益（万元）	653,022.21	525,657.83	492,751.18
有息债务（万元）	573,807.89	435,385.36	251,085.19
资产负债率	48.47%	48.24%	41.24%
流动比率	10.30	10.97	5.79
营业收入（万元）	130,158.57	120,724.71	60,834.12
其他收益（万元）	5,000.00	-	-
营业外收入（万元）	1.98	6,115.02	6,534.09
利润总额（万元）	13,360.89	10,825.82	11,610.47

综合毛利率	11.34%	12.75%	15.02%
EBITDA (万元)	23,893.21	21,629.97	17,089.80
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.66	1.67
经营活动现金流净额 (万元)	-116,444.25	-112,890.24	1,763.81

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益 (万元)	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入 (万元)	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额 (万元)	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60 %	2.78%	5.23%
经营净现金流 (万元)	-47,365.58	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额 (万元)	-	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额 (万元)	-	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金 (万元)	-	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	-	2.87	4.31
当期担保代偿率	-	2.38%	1.37%
累计代偿回收率	-	0.00%	0.00%

注:部分数据未提供

资料来源：兴农担保 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月15日发行7年期4亿元城市停车场建设专项债券，募集资金用于桐城市城市停车场建设项目。截至2017年末，本期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2017年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
桐城市城市停车场建设项目	12.03	0.89	2.67	0.89
补充营运资金	-	-	1.33	0.55

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2017年，公司名称、主营业务没有发生变化。2017年公司增加注册资本5.31亿元，由桐城市财政局认缴5亿元，中国农发重点建设基金有限公司¹认缴3,100万元。截至2017年末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本为14.48亿元，桐城市财政局、桐城经济技术开发区管委会持有公司及中国农发重点建设基金有限公司分别持股80.22%、17.76%及2.02%。桐城市人民政府为公司实际控制人。2017年内，公司合并报表范围无变化。

近年公司“三会”制度运行良好，且各成员均能按照公司章程及相关议事规则行使权利，确保了公司的正常经营和持续发展。截至2017年末，董事长都宜健、财务经理林国旗均在桐城市财政局担任公职，但均未在公司领取薪酬，属于公司兼职人员。

截至2017年12月31日，公司资产总额为126.72亿元，所有者权益为65.30亿元，资产负债率为48.74%；2017年度，公司实现营业收入13.02亿元，利润总额1.34亿元，经营活动现金流净流出11.64亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发

¹ 2017年9月中国农发重点建设基金有限公司对公司注资0.31亿元，用于桐城市三水厂建设工程项目、桐城市南部新区污水处理厂（一期）及管网配套工程，计入公司的长期应付款科目。

展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、

证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号,以下简称“50号文”),重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源,不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为,地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债,同时地方政府融资平台增加了两项义务,第一,应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能;第二,明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号,以下简称“87号文”),严格规范政府购买服务,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,要求切实做好政府购买服务信息公开,杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外,财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券,通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能,同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度,限制了城投公司融资能力,将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展,倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月,国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定

2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关工作人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017桐城市经济平稳增长,工业发展良好,投资及消费是拉动桐城市经济增长的主要动力

2017年,桐城市实现地区生产总值273.0亿元,按可比口径,同比增长8.6%,增速与上年基本持平,经济实现了平稳增长。其中第一产业增加值28.4亿元,同比增长4.7%;第二产业增加值170.8亿元,同比增长9.2%;第三产业增加值73.8亿元,同比增长8.8%。2017年桐城市人均GDP为4.02万元,仅为全国人均GDP的67.39%。投资及消费依旧是拉动经济增长的主要动力。2017年桐城市完成固定资产投资343.0亿元,同比增长15.8%;实现社会消费品零售总额96.4亿元,同比增长12.2%。

表3 2016-2017年桐城市主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2017年		2016年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	273.0	8.6%	244.0	8.3%
第一产业增加值	28.4	4.7%	28.2	2.5%
第二产业增加值	170.8	9.2%	155.6	8.9%
第三产业增加值	73.8	8.8%	60.2	9.3%

固定资产投资	343.0	15.8%	296.1	15.8%
社会消费品零售总额	96.4	12.2%	86.0	12.2%
进出口总额（亿美元）	1.75	-13.0%	2.01	-16.3%
存款余额	424.5	10.2%	385.9	14.17%
贷款余额	255.4	17.4%	217.8	10.33%
人均 GDP（元）		40,202		36,148
人均 GDP/全国人均 GDP		67.39%		67.17%

资料来源：桐城市 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2017年，桐城市工业完成总产值736.5亿元，增长12.5%。其中，规模以上工业完成产值649.2亿元，增长12.6%。规模以上工业中，轻工业完成产值283.0亿元，增长10.8%，重工业完成产值366.2亿元，增长14.0%，战略性新兴产业产值126.2亿元，增长18.1%。从工业产品分类来看，输送机械、大米、塑料制品、无纺布及玻璃纤维纱是桐城市出产的主要产品。2017年度，桐城市输送机械产量为22.2万吨，下降21.0%；大米产量为48.9万吨，增长10.9%；塑料制品产量为49.1万吨，增长6.1%；无纺布产量为2.9万吨，增长18.6%；玻璃纤维纱产量为3.4万吨，增长20.7%。2017桐城全市规模以上工业企业实现主营业务收入620.4亿元，比上年增长11.1%；实现利税63.7亿元，比上年增长5.9%，工业发展良好。

2017年，桐城市固定资产投资完成343.0亿元，增长15.8%。本年500万元以上施工项目1,031个，计划投资总额比上年增加127.1亿元；其中，5,000万元以上施工项目207个，比上年增加83个。从产业看，第一产业投资8.7亿元，增长60.7%；第二产业投资238.0亿元，增长14.7%；第三产业投资96.3亿元，增长15.8%。从产业看，第一产业投资8.7亿元，增长60.7%；第二产业投资238.0亿元，增长14.7%；第三产业投资96.3亿元，增长15.8%。从行业看，工业完成投资237.6亿元，增长15.0%；其中，制造业完成投资235.3亿元，增长18.6%；房地产开发完成投资17.2亿元，下降11.5%；房屋施工面积246.0万平方米，增长9.3%；商品房销售额33.0亿元，增长5.8%。总体来看，2017年桐城市固定资产投资力度较大且增长较快，尤其对第二产业投资规模较大，对经济拉动作用明显。

桐城市地方综合财力保持增长，但仍对上级补助依赖较大且财政自给能力较弱

2017年桐城市地方综合财力为47.26亿元，较上年增长11.28%，系上级补助收入和政府基金性收入增长所致。上级补助收入是桐城市地方综合财力的主要来源。公共财政收入、上级补助收入及政府性基金收入在桐城市地方综合财力中分别占比32.04%、51.05%及16.91%，地方综合财力对上级补助的依赖较大。

2017年桐城市实现公共财政收入为15.14亿元，较上年下降3.85%，其中税收收入10.99亿元，较2016年上涨12.85%，占公共财政收入72.60%；非税收入4.15亿元，主要为国有资

源有偿使用收入1.81亿元及行政事业性收费0.94亿元，总体来看，公共财政收入质量尚可。

2017年，桐城市获得上级补助收入24.12亿元，较上年增长20.03%，一般性转移支付收入和专项转移支付是上级补助收入的主要构成部分，分别占比50.24%和43.42%。

桐城市政府性基金收入主要来自于土地出让收入。2017年桐城市政府基金收入为7.82亿元，较上年增长20.72%。受当地土地市场景气度以及城市规划影响，未来桐城市政府性基金收入仍可能存在波动，从而影响桐城市地方综合财力的稳定性。

桐城市财政支出继续增长，2017年桐城市公共财政支出为45.17亿元，较上年增长13.61%，公共财政支出主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业等民生方面，具有一定刚性。从财政平衡情况来看，2017年桐城市财政自给率为33.52%，财政自给能力较弱，但规模较大的上级补助收入缓解了一部分财政收支压力。随着桐城市民生支出、城乡建设支出等硬性支出持续增加，将给收支平衡带来一定的压力。

表4 2016-2017年桐城市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	472,564	424,654
（一）公共财政收入	151,411	157,471
其中：税收收入	109,930	97,410
税收收入占公共财政收入比重	72.60%	61.86%
非税收收入	41,481	60,061
（二）上级补助收入	241,243	200,988
其中：返还性收入	15,288	10,390
一般性转移支付收入	121,208	104,098
专项转移支付	104,747	86,500
（三）政府性基金收入	79,910	66,195
其中：土地出让转让收入	78,168	66,200
财政支出	539,554	474,910
（一）公共财政支出	451,700	385,700
（二）政府性基金支出	87,854	89,210
财政自给率	33.52%	40.83%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：桐城市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是桐城市基础设施建设的重要主体，市政基础设施业务收入和房地产收入仍为公

司收入的主要来源。2017年，公司实现营业收入13.02亿元，较上年增加7.82%；综合毛利率为11.34%，有所下降主要系收入结构变化及房地产销售毛利率波动所致。

表5 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施	122,893.30	10.71%	115,108.37	10.71%
房地产销售	7,118.49	43.78%	5,614.76	54.38%
其他业务收入	146.78	100.00%	1.59	100.00%
合计	130,158.57	11.34%	120,724.71	12.75%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司市政基础设施建设收入稳定增长，考虑在建项目较多，业务持续性较好，但未来投资额较大，面临一定的资金压力

公司作为桐城市基础设施的主要投资和建设主体之一，先后承担了政务新区工程、大王小区安置房、文化公园三里安置点等项目的投资建设工作，目前上述项目均已完工。根据公司与桐城市人民政府签订的《城市基础设施项目委托代建协议》，公司每年根据建设工程项目建设进度的需要向桐城市政府申请支付建设工程款，并于每年的12月份确认当年已验收合格的建设工程总价款。双方以市政府审核确认的工程价款另加12%的代建管理费作为结算总价款。随着桐城市经济的快速发展，公司市政基础设施业务规模继续扩大，2017年公司市政基础设施收入为12.29亿元，较上年增长6.76%；2017年毛利率10.71%，毛利率较稳定。2017年市政基础设施业务收现仅为4.33亿元，回款情况较差，后续需持续关注该业务的回款情况。

表6 2016-2017 年公司市政基础设施建设业务情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	2017 年确认收入	2016 年确认收入
建设局负责的项目	28,000.00	26,688.00	-	18,896.65
公路局负责的项目	35,000.00	35,054.89	-	39,261.47
开发区一期，二期，三期道路及配套工程	33,000.00	33,138.50	-	37,115.12
龙腾街道，孔城镇，双新开发区的耕地占用，水源村，望城村，兴元居委会，桃园居委会农用地转用，陈庄，白马，水源村农用地转用；东郊村，桃园居委会农用地转用；	17,710.00	17,710.00	-	19,835.13
文博园	13,000.00	12,909.25	14,458.35	-

投子山文化产业园	5,800.00	5,846.71	6,548.31	-
西南片区工程	5,350.00	5,386.03	6,032.35	-
车站路	5,000.00	4,966.70	5,562.71	-
污水处理厂	5,000.00	4,430.00	4,961.60	-
海峰西路	3,200.00	3,368.90	3,773.16	-
垃圾处理厂	3,000.00	2,951.00	3,305.12	-
公租房建设项目	2,500.00	2,533.68	2,837.73	-
居巢路安置点	2,200.00	2,294.88	2,570.27	-
教育局负责的项目	2,200.00	2,116.64	2,370.64	-
盛唐路	1,960.00	1,960.21	2,195.43	-
龙眠东路	1,850.00	1,843.27	2,064.46	-
文体中心	1,500.00	1,517.68	1,699.80	-
文化旅游公司负责的项目	1,400.00	1,349.32	1,511.23	-
同康路道路排水工程	1,000.00	1,114.72	1,248.49	-
文四路	900.00	857.17	960.03	-
同安桥	860.00	850.94	953.05	-
中心大道	800.00	789.85	884.63	-
西四路	780.00	767.36	859.44	-
龙腾路、龙眠中路、龙眠东路、公园路路灯	380.00	370.84	415.34	-
西二路工程款	300.00	313.11	350.69	-
征地（三期）		24,834.92	27,815.12	-
土地收储		13,396.45	15,004.03	-
拆迁及征地管理支出		12,956.53	14,511.32	-
东南片安置房	1,692.00	2,683.77	-	-
垃圾焚烧发电项目	400.00	208.56	-	-
二水厂二期扩建工程	4,000.00	2,198.24	-	-
雨润产业园	6,500.00	6,237.49	-	-
零星工程	1,200.00	942.70	-	-
海峰路桥	2,500.00	2,256.01	-	-
为民办事中心	10,400.00	10,550.49	-	-
河东一号安置点	2,000.00	2,046.76	-	-
垃圾场蔡店安置点	1,392.00	2,164.86	-	-
农副产品大市场	3,200.00	3,261.86	-	-
省道下穿高速路段排水	220.00	213.79	-	-
水源小区 33#, 34#, 43# 楼前道路工程	50.00	30.31	-	-
合计	172,690.00	222,317.55	122,893.30	115,108.37

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为20.73亿元，主要来自代建的西庄、徐庄等棚户区改造项目（详见下表）及50余个零星工程，未来随着市政基础设施项目完工及政府回购，将为公司贡献一定规模的收入，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动。截至2017年末，公司主要在建的市政基础设施项目预计总投资24.10亿元，已投11.51亿元，尚需投资12.59亿元，未来公司仍面临一定的资金压力。

表7 截至2017年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	完工日期
桐城市西庄棚户区改造工程	13,000.00	5,200.00	2014.11	2017.09
桐城市徐庄棚户区改造工程	23,000.00	16,300.00	2015.02	2017.09
桐城经济技术开发区棚户区改造（一期）建设项目（基础设施）	182,200.00	79,600.00	2013.12	2016.12
桐城市王敦棚户区改造工程	22,790.00	14,000.00	2016.8	2017.06
合计	240,990.00	115,100.00	-	-

注：完工日期为分期数完工日期，整体项目仍然在建。其中桐城经济技术开发区棚户区改造（一期）建设项目（基础设施）为募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年公司代建保障房业务占比有所下降，市场化业务占比不断提高，使得公司房地产销售收入有所波动；在建房地产项目规模较大，未来面临一定的资金压力

公司的房地产业务由安徽桐城经济开发区建设发展有限公司（以下简称“开发区建设公司”）负责建设，建设完工后由孙公司安徽桐城经济技术开发区置业有限公司（以下简称“置业公司”）负责销售运营。公司房地产项目均为保障性住房。公司该业务分为政府代建和非政府代建项目两类。政府代建部分保障房项目参照《城市基础设施项目委托代建协议》，公司作为桐城市人民政府的代建主体，由桐城市人民政府根据回迁户购买的安置房及商铺数量确定代建数量，并将确认的结算价款作为公司房地产业务的部分销售收入。房地产项目中非政府代建的部分，公司以市场价格对外销售，构成公司另一部分的销售收入。公司对外销售部分毛利率明显大于政府代建部分。

2017年公司实现房地产销售收入0.71亿元，全部为对外销售，该业务毛利率为43.78%，较上年下降10.60%，主要受房地产市场波动影响所致。截至2017年末，公司存货中待售的兴元小区、大王小区、水源小区等房地产项目账面价值合计2.84亿元，随着上述项目出售，将贡献一定的销售收入，但我们也注意到，公司房地产销售业务易受当地房地产市场行情影响，未来或存在一定波动。

表8 2016-2017 年公司房地产销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，万元）

项目名称	可售面积	销售均价 (元)	已售面积	2017年 确认收入	2016年 确认收入
兴元小区	14,276.16	2,202.00	8,012.78	25.20	-
大王小区	28,192.78	2,260.00	17,368.14	173.15	1,615.56
水源小区	11,746.71	2,235.00	10,345.02	52.62	52.30
桃园小区	19,672.41	2,220.00	5,859.77	-	168.00
龙腾.锦绣城	120,771.54	4,580.00	51,062.72	4,307.56	3,736.97
桃园小区 50#, 55#, 60#-63#, 67#-69#, 73#-75	48,960.54	2,180.00	36,420.84	-	-
桃园小区 51#-54#, 58#, 64#-66#,72#,76#,77#,79#	50,998.62	2,190.00	40,524.23	-	-
桃园小区 70#, 71#, 78#	18,652.44	2,195.00	10,647.22	-	-
桃园小区 48#,49#,57#	27,230.08	2,200.00	15,879.63	-	-
项庄商住楼	14,465.51	3,450.00	2,170.83	500.16	41.93
冲姚塘小区	43,136.31	4,630.00	4,236.91	2,059.8	-
钱庄小区	16,739.25	2,200.00	6,080.77	-	-
合计	279,605.30	-	194,736.31	7,118.49	5,614.76

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建保障性住房项目预计总投资17.80亿元，已投资10.63亿元，除去已投资中的土地款6.62亿元，后续还需投资13.79亿元，随着在建保障房项目完工，将为公司带来一定规模的销售收入，但考虑尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

表9 截至 2017 年末公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	完工日期
桐城市文昌社区棚户区改造一期项目	178,000.00	39,378.60	2015.04	2018.05
桐城市文昌社区棚户区改造二期项目		66,914.23	2016.10	2018.06

注：计划总预算不包括土地款，已投资中包含含土地款 66,168.71 万元

资料来源：公司提供，鹏元整理

此外，公司近两年未发生土地转让业务。2017年将价值66,168.71万元的土地转入文昌棚户区改造项目中，故土地储备减少229.85亩。截至2017年末，公司尚有近1804.32亩的土地储备，账面价值30.16亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑，但此项收入规模受当地土地市场景气度影响或存在一定不确定性，且大部分土地已处于抵押状态，集中处置难度较大。

表10 2016-2017 年公司土地交易情况

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

转让面积（亩）	0.00	0.00
土地储备（亩）	1,804.32	2,034.17
当年土地交易收入（万元）	0.00	0.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司继续获得较大力度的外部支持

作为桐城市主要的基础设施建设主体，公司在资产注入、政府补助方面继续得到当地政府的较大支持。根据桐城市人民政府《关于增加桐城市建设投资发展有限责任公司注册资本的通知》等文件，2017年桐城市财政局向公司注入资本金5.90亿元，计入实收资本；2017年桐城市人民政府向公司注入62宗房产及相应土地使用权，评估价值为7.63亿元，计入资本公积。另外，2017年公司获得政府补贴1.51亿元。

总体来看，公司继续获得当地政府的大力支持，增强了公司的资本实力，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告采用新会计准则编制，2016年数据采用2017年审计报告的期初数。2017年度，公司的合并报表范围没有发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产以应收款项及存货为主，存货主要为储备土地及项目投资，集中变现难度较大，应收款项规模较大，对公司资金形成占用，资产流动性较弱

公司资产规模稳定增长，截至2017年末，公司总资产为1,267,205.93万元，较上年增长24.77%，公司资产仍以流动资产为主，2017年末公司流动资产占比88.72%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	186,689.78	14.73%	140,383.66	13.82%
交易性金融资产	-	-	25,000.00	2.46%
应收账款	168,177.43	13.27%	95,665.13	9.42%
其他应收款	109,357.08	8.63%	91,332.34	8.99%

存货	649,410.71	51.25%	605,119.51	59.58%
流动资产合计	1,124,294.30	88.72%	958,769.87	94.40%
可供出售金融资产	43,700.00	3.45%	40,700.00	4.01%
投资性房地产	74,630.42	5.89%	0	0.00%
长期股权投资	8,536.82	0.67%	6283.47	0.62%
非流动资产合计	142,911.63	11.28%	56,871.75	5.60%
资产总计	1,267,205.93	100.00%	1,015,641.62	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至 2017 年年末，货币资金余额为 18.67 亿元，其中有价值 0.39 亿元的货币资金为商品房按揭贷款及银行借款保证金，其使用受到一定限制。应收账款全部为对桐城市人民政府的应收款，余额为 16.81 亿元，较上年同比增加 75.80%，系今年基础建设部分收入未回款所致，账龄一年内的应收账款占到了 73.07%，未来仍需关注该款项的回收时间。公司其他应收款主要为借款。公司存货主要由土地成本、市政基础设施、开发成本、开发产品构成，截至 2017 年年末，公司存货余额为 64.94 亿元，其中土地成本为 30.16 亿元，已有价值 23.73 亿元的土地因作为借款质押物所有权受限；市政建设基础设施余额为 20.73 亿元，主要是公司代建的徐庄、西庄等棚户区改造项目及其他 50 余个零星市政项目，开发成本 7.27 亿元，主要系桐城市文昌社区棚户区改造二期项目，开发产品 6.78 亿元，主要来自兴元小区、大王小区及水源小区等房地产项目和桐城市文昌社区棚户区改造一期项目。

表12 截至 2017 年末公司其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项性质或内容	账面余额	账龄	占其他应收款余额的比例(%)	坏账准备
桐城市财政局	借款	20,000.00	1-2 年	17.48	-
桐城市万信光电科技有限公司	借款	10,999.42	2-3 年	9.61	549.97
桐城市国有资产投资运营有限公司	借款	18,690.20	1 年以内	16.33	934.51
桐城市银桥担保有限公司	借款	5,000.00	1-2 年	4.37	250.00
中建材浚鑫（桐城）科技股份有限公司	借款	5,000.00	1 年以内	4.37	250.00
小计	-	59,689.62	-	52.15	1,984.48

资料来源：公司 2017 年审计报告

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资。截至 2017 年年末，可供出售金融资产余额为 4.37 亿元，主要为对安徽金田高新材料股份有限公司、安徽惠农融资担保有限公司等单位的投资，同比增长 0.30 亿元，主要系新增华安理财安

兴 101 号定向资产管理计划理财产品。本期因持有可供出售金融资产获得的投资收益为 63.58 万元。公司的长期股权投资主要是对联营企业桐城市双新开发区建设发展有限公司、桐城盛运环保电力有限公司等单位的投资，截至 2017 年末，长期股权投资余额为 8,536.82 万，较上年有所增长，系权益法下确认投资损益 2,253.35 万元所致。此外，2017 年新增投资性房地产 7.63 亿元，系桐城市人民政府所属 62 宗房产及相应土地使用权按市场评估价值作为增加对公司的投资，并已计入当期其他资本公积。

整体来看，公司的资产规模稳定增长，截至 2017 年末，公司资产以存货、应收款为主，占比分别达到 51.25% 和 21.90%，其中存货以土地及市政基础设施建设为主，且土地中 78.68% 已被抵押，变现能力弱。应收款项金额较大，主要来自政府下属单位，回收时间不确定。整体来看，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长但营业利润变化不大，主营业务盈利能力较弱

2017 年公司取得营业收入 13.02 亿元，较 2016 年增长 7.82%。公司业务收入主要来源于市政基础设施建设业务和房地产销售业务。截至 2017 年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为 20.73 亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；另外公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计 14.05 亿元，未来随着项目完工及对外出售，将贡献一定规模的收入；截至 2017 年末，公司尚有近 1804.32 亩的土地储备，账面价值 30.16 亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑。但我们也注意到公司市政基础设施业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动；公司房地产销售业务易受当地房地产市场行情影响，未来或存在一定波动；公司土地转让收入规模受当地土地市场景气度影响或存在一定不确定性，且大部分土地已处于抵押状态，集中处置难度较大。

盈利方面，2017 年公司综合毛利率为 11.34%，毛利下降 1.41 个百分点，主要系收入结构变化及房地产销售毛利率下降所致。此外，2017 年公司确认政府补助收入 1.50 亿元（包括财政贴息 1.00 亿元和计入其他收益财政补助 0.50 亿元），会计科目由营业外收入调整至其他收益，使得 2017 年公司营业利润较上年增长较多，但总体来看，公司经营业务盈利能力较弱，利润水平对政府补贴较为依赖。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

营业收入	130,158.57	120,724.71
营业利润	13,385.35	4,724.14
其他收益（万元）	5,000.00	-
营业外收入（万元）	1.98	6,115.02
补贴收入	15,010.67	6,100.00
利润总额	13,360.89	10,825.82
综合毛利率	11.34%	12.75%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，且在建项目尚需投资金额较大，面临一定的资金压力。经营活动方面，2017年公司销售商品提供劳务收到的现金主要为收到的政府支付的基础设施建设项目款及房地产项目销售款，受公司市政基础设施建设业务回款率较低影响，2017年公司收现比为0.47，较上年略有回升但收现能力仍然处于较低水平。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系政府补助及往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为市政基础设施建设项目、房地产项目的持续投入。随着公司业务规模的不断扩大，公司该项现金支出规模持续增加。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要系往来款及房贷保证金。总体来看，公司经营活动现金净流出11.64亿元，净流出规模较大，经营活动现金流表现欠佳。

投资活动方面，2017年公司投资收到的现金主要是其他应收款的拆借本金，占到投资活动相关的现金流入的76.59%，投资活动相关的现金流入较上年增长了2.12倍。投资活动现金流出水平与去年持平，综合使得，2017年公司投资活动现金净流出0.29亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要包括吸收股东投资、银行借款、发债债券及往来款，筹资活动现金流出主要包括偿还到期债务本息、其他应付款及长期应付款拆借款到期归还。2017年公司筹资活动产生的现金流量净额较上年同期下降29.43%，主要系收到的其他应付款及长期应付款拆借款大额减少所致。截至2017年末，公司主要在建项目后续至少还需投资26.38亿元，未来面临一定的资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.47	0.21
销售商品、提供劳务收到的现金	61,483.92	25,026.51
收到的其他与经营活动有关的现金	6,637.08	10,899.57
经营活动现金流入小计	68,121.01	35,926.09

购买商品、接受劳务支付的现金	162,615.91	141,650.75
支付的其他与经营活动有关的现金	9,848.02	4,697.61
经营活动现金流出小计	184,565.25	148,816.32
经营活动产生的现金流量净额	-116,444.25	-112,890.24
投资活动产生的现金流量净额	-2,902.11	-75,592.24
筹资活动产生的现金流量净额	162,147.59	229,769.13
现金及现金等价物净增加额	42,801.23	41,286.66

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增长较快，未来面临一定的偿债压力

公司负债总额及所有者权益均有所增长。截至2017年末，公司负债总额为61.42亿元，较上年增长25.35%，所有者权益为65.30亿元，较上年增长24.23%，规模扩张程度相当，使得产权比率与上年基本持平为94.05%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	614,183.71	489,983.79
所有者权益	653,022.21	525,657.83
产权比率	94.05%	93.21%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截止2017年末，公司短期借款为1亿元，全部为抵押借款，抵押物为持有的部分土地资产。公司应付账款全部为应付工程款项，预收款全部为购房款，公司其他应付款主要为押金保障金及拆借款。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。截至2017年末，公司长期借款余额为21.45亿元，其中信用借款11.65亿元；抵押借款9.50亿元，抵押物为公司持有的部分土地资产和应收账款；质押借款0.45亿元。公司应付债券为本期债券和15桐建投债。公司长期应付款全部为非金融机构借款。截至2017年末，公司长期应付款余额为18.83亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	10,000.00	1.63%	20,000.00	4.08%
应付账款	5,211.14	0.85%	8,584.64	1.75%
预收款项	11,595.59	1.89%	8,094.83	1.65%
其他应付款	19,749.31	3.22%	34,343.84	7.01%
一年内到期的非流动负债	58,827.00	9.58%	12,790.08	2.61%
流动负债合计	109,202.82	17.78%	87,388.52	17.83%
长期借款	214,520.00	34.93%	118,020.00	24.09%
应付债券	102,169.40	16.63%	79,215.89	16.17%
长期应付款	188,291.49	30.66%	205,359.39	41.91%
非流动负债合计	504,980.89	82.22%	402,595.27	82.17%
负债合计	614,183.71	100.00%	489,983.79	100.00%
其中：有息债务	573,807.89	93.43%	435,385.36	88.86%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务余额为57.38亿元，较上年增长31.79%，占负债总额93.43%，规模较大且增长较快。从有息债务偿还安排来看，2018-2020年公司分别需偿还8.35亿元、8.50亿元和6.37亿元，存在一定的偿债压力。

表17 截至 2017 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后	合计
有息负债偿还额	83,522.00	85,013.74	63,744.88	341,527.27	573,807.89

资料来源：公司提供

偿债能力方面，2017年公司资产负债率为48.47%，与去年基本持平。由于公司短期债务规模增长较快，流动比率为10.30，速动比率为3.25，分别较上年下降0.67和0.80。因存货规模较大，公司流动比率较高，而速动比率相对较低。公司存货中主要为土地资产及市政基础设施，且土地几乎已全部用于抵押，集中变现难度较大，资产流动性较弱，对流动负债的实际保障程度一般。公司利润规模不断扩大，同时公司有息债务规模增长较快，使得EBITDA金额不断增大，2017年由于获得一定的财政贴息，EBITDA利息保障倍数较为稳定。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	48.47%	48.24%
流动比率	10.30	10.97
速动比率	3.25	4.05
EBITDA（万元）	23,893.21	21,629.97
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.26

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

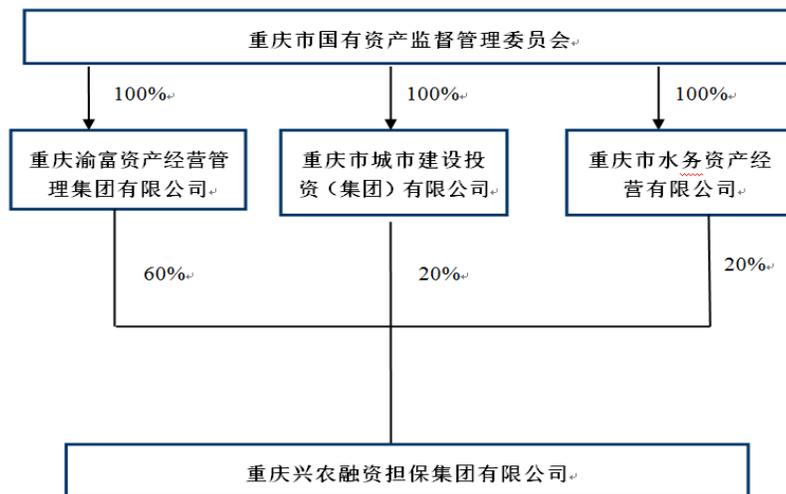
六、债券偿还保障分析

兴农担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够进一步保障本期债券的偿还

兴农担保针对本债券出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。本期债券存续期间，若公司未能按期还本付息，兴农担保将在上述保证担保范围内对本期债券承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。兴农担保初始注册资本300,000.00万元，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）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资60,000.00万元，20,000.00万元及20,000.00万元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4月，兴农担保名称变更为现名。历经数次增资，截至2017年12月31日，兴农担保注册资本为300,000.00万元，实缴资本为195,000.00万元，股东持股比例不变。兴农担保控股股东为渝富资产，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2017年12月31日，兴农担保股权关系如图1所示。

图1 截至2017年12月31日兴农担保股权关系情况



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营间接融资担保业务、直接融资担保业务和非融资担保业务，目前仍以间接融资担保为主。2015-2017年，兴农担保分别实现营业总收入6.96亿元、6.36亿元和6.12亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的69.74%、66.05%和91.09%。2015-2016年，兴农担保当期担保发生额分别为142.17亿元和201.14亿元，增长较快，其中2016年担保发生额同比增长41.48%，主要系债券担保业务规模迅速增长所致。2015-2016年，兴农担保当期解除担保责任额分别为129.73亿元和152.03亿元，增长较快，主要系存量的银行融资担保解保速度逐步加快。2015-2016年兴农担保期末在保余额分别为202.21亿元和251.23亿元，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2017年12月31日，兴农担保资产总额为223.73亿元，所有者权益为97.69亿元，资产负债率为56.34%；2017年度，兴农担保实现营业总收入6.12亿元，利润总额1.83亿元，经营活动现金流净额-4.74亿元。截至2016年末，兴农担保期末担保在保责任余额251.23亿元，净资产放大倍数为2.87，处于较低水平，融资担保业务仍有较大发展空间。但我们也关注到，受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现影响，兴农担保融资担保代偿家数及代偿规模均有所增加。2015-2016年，兴农担保担保业务分别发生代偿17,770.97万元和36,113.10万元，当期担保代偿率分别为1.37%和2.38%；截至2016年末，兴农担保累计担保代偿金额为68,834.38万元，仍未实现代偿款回收。

表19 截至2017年末兴农担保主要财务指标情况

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入（万元）	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额（万元）	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60%	2.78%	5.23%
经营净现金流（万元）	-47,365.58	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	-	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	-	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	-	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	-	2.87	4.31
当期担保代偿率	-	2.38%	1.37%
累计代偿回收率	-	0.00%	0.00%

注：部分数据未提供

资料来源：兴农担保2015-2017年审计报告，鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定兴农担保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能有效提升本期债券信用水平。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为18.99亿元，占同期公司所有者权益的比例为29.09%。公司对外担保对象主要为当地国企，但考虑规模较大且均未设置反担保措施，未来存在一定或有负债风险。

表20 截至2017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
桐城市东部新城建设发展有限公司	91,723.00	2034年4月	否
桐城市交通投资有限责任公司	27,425.00	2028年1月	否
桐城市交通投资有限责任公司	50,000.00	2035年10月	否
安徽顺彤包装材料有限公司	200.00	2018年5月	否
桐城市经济开发区产城一体化建设投资有限公司	5,000.00	2020年8月	否
桐城市经济开发区产城一体化建设投资有限公司	15,000.00	2020年6月	否
安徽天森烟草机械有限公司	600.00	2018年11月	否
合计	189,948.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年，公司所处外部环境较好，继续为其发展提供良好基础，公司作为桐城市城市建设和市属国有资产运营的投融资平台，公司业务持续性较好且继续获得较大的外部支持，并且兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

另一方面，我们关注到公司资产结构中，存货和应收账款占比较大，资产流动性较弱；公司在建项目资金需求较大，未来面临一定的资金压力；2017年公司有息债务规模进一步增长，公司存在一定偿债压力；公司对外担保余额较大，公司面临一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA-，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	186,689.78	140,383.66	99,023.19
交易性金融资产		25,000.00	25,000.00
应收账款	168,177.43	95,665.13	41,172.54
预付款项	2,842.73	1,003.72	1,842.27
其他应收款	109,357.08	91,332.34	58,127.33
存货	649,410.71	605,119.51	570,468.07
其他流动资产	7,816.57	265.51	-
流动资产合计	1,124,294.30	958,769.87	795,633.40
可供出售金融资产	43,700.00	40,700.00	32,200.00
发放委托贷款及垫款	13,980.00	8,330.00	-
长期股权投资	8,536.82	6,283.47	9,095.28
投资性房地产	74,630.42	-	-
固定资产	1,324.25	817.75	898.59
无形资产	679.5	690.22	700.93
长期待摊费用	60.64	50.32	36.78
非流动资产合计	142,911.63	56,871.75	42,931.58
资产总计	1,267,205.93	1,015,641.62	838,564.98
短期借款	10,000.00	20,000.00	-
应付账款	5,211.14	8,584.64	14,521.16
预收款项	11,595.59	8,094.83	38,558.21
应付职工薪酬	10.37	-	-
应交税费	2,723.52	2,754.46	2,937.71
应付利息	1,085.89	820.67	781.54
其他应付款	19,749.31	34,343.84	37,929.99
一年内到期的非流动负债	58,827.00	12,790.08	42,601.41
流动负债合计	109,202.82	87,388.52	137,330.02
长期借款	214,520.00	118,020.00	77,192.25
应付债券	102,169.40	79,215.89	79,085.20
长期应付款	188,291.49	205,359.39	52,206.33
非流动负债合计	504,980.89	402,595.27	208,483.78
负债合计	614,183.71	489,983.79	345,813.80

实收资本	144,815.95	85,815.95	53,316.00
资本公积	427,219.12	350,918.46	350,918.46
盈余公积	3,078.91	2,248.94	1,405.46
未分配利润	77,908.23	86,674.48	87,111.26
归属于母公司所有者权益合计	653,022.21	525,657.83	492,751.18
所有者权益合计	653,022.21	525,657.83	492,751.18
负债和所有者权益总计	1,267,205.92	1,015,641.62	838,564.98

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	130,158.57	120,724.71	60,834.12
营业收入	130,158.57	120,724.71	60,834.12
二、营业总成本	124,399.43	119,278.69	58,249.95
营业成本	115,400.23	105,336.74	51,694.68
营业税金及附加	439.71	194.39	140.88
销售费用	655.93	174.05	639.98
管理费用	754.36	866.72	1,033.06
财务费用	5,689.63	9,675.36	4,397.28
资产减值损失	1,459.57	3,031.43	344.07
投资净收益	2,615.53	3,278.11	2,504.71
其他收益	5,010.67	-	-
三、营业利润	13,385.35	4,724.14	5,088.87
加：营业外收入	1.98	6,115.02	6,534.09
减：营业外支出	26.43	13.34	12.50
四、利润总额	13,360.89	10,825.82	11,610.47
减：所得税	3,112.17	1,665.77	246.06
五、净利润	10,248.73	9,160.04	11,364.41
归属于母公司所有者的净利润	10,249.73	9,160.04	11,364.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	61,483.92	25,026.51	61,594.62
收到其他与经营活动有关的现金	6,637.08	10,899.57	8,882.94
经营活动现金流入小计	68,121.01	35,926.09	70,477.56
购买商品、接受劳务支付的现金	162,615.91	141,650.75	64,826.73
支付给职工以及为职工支付的现金	365.05	305.60	306.08
支付的各项税费	11,736.27	2,162.36	284.37
支付其他与经营活动有关的现金	9,848.02	4,697.61	3,296.58
经营活动现金流出小计	184,565.25	148,816.32	68,713.75
经营活动产生的现金流量净额	-116,444.25	-112,890.24	1,763.81
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	25,000.00	29,005.06	200.00
取得投资收益收到的现金	362.18	4,125.93	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	142.86	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	83,441.99	1,750.78	26,127.64
投资活动现金流入小计	108,947.03	34,881.76	26,327.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	442.97	38.73	28.33
投资支付的现金	8,650.00	43,830.00	45,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	102,756.18	66,605.27	6,500.00
投资活动现金流出小计	111,849.14	110,474.00	51,528.33
投资活动产生的现金流量净额	-2,902.11	-75,592.24	-25,200.70
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	59,000.00	32,499.95	-
取得借款收到的现金	150,890.00	91,000.00	32,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	40,000.00	228,217.38	79,582.68
发行债券收到的现金	35,228.61	-	79,085.20
筹资活动现金流入小计	285,118.61	351,717.33	190,667.88
偿还债务支付的现金	36,200.00	41,372.25	19,377.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	31,380.19	14,728.37	4,677.44
支付其他与筹资活动有关的现金	55,390.83	65,847.58	50,068.22
筹资活动现金流出小计	122,971.01	121,948.20	74,123.42
筹资活动产生的现金流量净额	162,147.59	229,769.13	116,544.46
四、现金及现金等价物净增加额	42,801.23	41,286.66	93,107.57

期初现金及现金等价物余额	139,965.92	98,679.27	5,571.70
期末现金及现金等价物余额	182,767.16	139,965.92	98,679.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	10,248.73	11,364.41	13,695.44
加：资产减值准备	1,459.57	344.07	175.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,730.23	91.98	81.26
无形资产摊销	10.71	10.71	10.71
长期待摊费用摊销	24.36	12.26	12.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-81.51		
财务费用	6,130.11	4,500.92	4,821.22
投资损失	-2,615.53	-2,504.71	-621.37
存货的减少	-39,170.44	-12,260.87	-34,299.06
经营性应收项目的减少	-85,435.26	-10,496.79	-8,563.04
经营性应付项目的增加	-8,770.42	10,701.81	9,559.94
经营活动产生的现金流量净额	-116,444.25	1,763.81	-15,127.03
现金的期末余额	182,767.16	98,679.27	5,571.70
减：现金的期初余额	139,965.92	5,571.70	22,930.22
现金及现金等价物净增加额	42,801.23	93,107.57	-17,358.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	573,807.89	435,385.36	251,085.19
资产负债率	48.47%	48.24%	41.24%
流动比率	10.30	10.97	5.79
综合毛利率	11.34%	12.75%	15.02%
EBITDA（万元）	23,893.21	21,629.97	17,089.80
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.26	1.67
收现比	0.47	0.21	1.01
产权比率	94.05%	93.21%	70.18%
速动比率	3.25	4.05	1.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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
营业收入	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益
EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

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。