汝城县顺兴投资开发有限公司

2018年公司债券(第一期)

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：

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897
传真：0755-82872090　　邮编：518040　　网址：www.cspengyuan.com

中证鹏元
CSCI Pengyuan

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z【1668】号 02

分析师

姓名：
邓艰　钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 13 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份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。

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

汝城县顺兴投资开发有限公司
2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA　　发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：6 亿元　　评级展望：稳定

债券期限：7 年期　　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

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付

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”）对汝城县顺兴投资开发有限公司（以下简称“顺兴公司”或“公司”）本次拟发行总额 6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司的外部经济环境较好，公司持续获得较大力度的外部支持，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了未来公司市政基础设施建设收入和土地开发收入可能存在一定的波动性，资产流动性较弱，面临一定资金压力等风险因素。

正面：

- **外部经济环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2015-2017 年汝城县地区生产总值分别为 51.43 亿元、56.82 亿元和 62.81 亿元，按不变价计算，分别比上年增长 8.7%、7.8%和 7.8%，较好的外部经济环境为公司发展提供了良好基础。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2013-2015 年汝城县政府向公司注入资产合计 37.00 亿元，大幅提升了公司的资本实力。2015-2017 年公司累计获得地方政府拨付的年度补贴和贷款贴息等各类补贴资金 16,218.18 万元，获得税收优惠合计 5,366.67 万元。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**兴农担保实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券

提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **未来公司市政基础设施建设和土地整理收入可能存在一定的波动。**截至 2017 年末，公司在建的市政基础设施项目未来尚需投入 8,216.08 万元，规模相对较小，并且没有在建的土地整理项目，未来相关收入规模可能存在一定的波动。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，存货、应收账款和其他应收款占公司总资产的 98.68%。其中存货主要由土地使用权构成，占总资产的 81.61%；应收账款和其他应收款占比分别为 5.86%和 6.67%，应收对象是政府及地方国有企业，回收时间存在较大不确定性，资产流动性较弱。
- **公司在建项目资金需求较大，公司面临一定资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投资预计为 78,641.89 万元，尚需投入金额较大，公司面临一定资金压力。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	446,953.86	439,789.51	437,028.58
所有者权益合计（万元）	426,658.42	416,361.52	405,581.25
有息债务（万元）	0.00	0.00	26,000.00
资产负债率	4.54%	5.33%	7.20%
流动比率	21.97	18.73	28.22
速动比率	3.00	2.09	3.50
营业收入（万元）	25,747.89	31,798.58	21,385.17
其他收益（万元）	1,890.15	0.00	0.00
营业外收入（万元）	6,048.10	7,254.22	6,514.13
利润总额（万元）	11,367.62	12,147.05	10,764.64
综合毛利率	17.37%	17.65%	19.06%
EBITDA（万元）	11,434.90	12,215.00	10,832.59
EBITDA 利息保障倍数	-	6.20	4.74
经营活动现金流净额（万元）	-884.69	32,486.85	-9,870.34

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标：

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
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%

资料来源：兴农担保 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

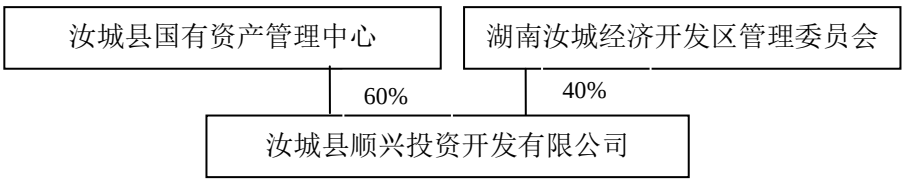
一、发行主体概况

公司系由湖南汝城经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）于2009年3月19日出资组建的有限责任公司，初始注册资本为500万元。2009年6月3日和2012年7月3日，经开区管委会以货币出资方式分别增加公司注册资本500万元和9,000万元，增资后公司注册资本变更为10,000万元。

2016年6月6日，根据《汝城县人民政府关于汝城县顺兴投资开发有限公司国有股权无偿划转的通知》（汝政函[2016]59号），汝城县政府将经开区管委会持有公司股权中的60%无偿划转给汝城县国有资产管理中心（以下简称“汝城县国资中心”），自此，公司控股股东变更为汝城县国资中心。

截至2018年9月末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，控股股东为汝城县国资中心，实际控制人是汝城县人民政府，公司产权及控制关系如图1所示。

图1　截至2018年9月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是汝城县重要的投融资主体，主要负责湖南汝城经济开发区的市政基础设施建设和土地整理开发。截至2017年末，公司无纳入合并范围的子公司。

截至2017年12月31日，公司资产总额为446,953.86万元，所有者权益为426,658.42万元，资产负债率为4.54%；2017年度，公司实现营业收入25,747.89万元，利润总额11,367.62万元，经营活动现金净流出884.69万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券；

发行总额：6亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还债券发行总额的 20%，当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日

起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息；

增信方式：兴农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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金6亿元，拟将其中3.6亿元用于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目，2.4亿元用于补充营运资金。募集资金使用分配情况如表1 所示。

表1　本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目	90,404.00	36,000.00	39.82%
补充营运资金	—	24,000.00	—
合计	**90,404.00**	**60,000.00**	**—**

资料来源：公司提供

（一）项目概况

本期债券募投项目为郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目，建设内容主要包括：标准厂房、综合楼及服务中心、职工宿舍及食堂、职工公寓、配套服务设施、生态车位等。项目总用地面积293,000㎡（合439亩），其中，净用地面269,600㎡（合404亩），道路工程用地面积23,400㎡（合35亩）。项目建筑占地面积107,800㎡，总建筑面积433,900㎡，包括标准厂房336,700㎡，综合楼及服务中心19,800㎡，职工宿舍及食堂41,100㎡，职工公寓11,800㎡，配套服务设施24,500㎡，生态车位400个。

（二）项目批复情况

郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目已经得到有关部门批复，具体如下表2：

表2　郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目审批情况

文件名称	出具单位	文号	出具时间
关于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目可行性研究报告的批复	汝城县发展和改革局	汝发改[2015]9 号	2015/5/20
关于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目节能备案登记表的审查意见	汝城县发展和改革局	汝发改[2015]8 号	2015/5/18
关于汝城县顺兴投资开发有限公司申请办理郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目的环评批复	汝城县环境保护局	汝环批[2015]27 号	2015/5/7
国有土地使用证	汝城县国土局	汝国用（2016）028 号	2016/7/22
		汝国用（2016）029 号	2016/8/4
		汝国用（2016）030 号	2016/8/4

关于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目用地的预审意见	汝城县国土资源局	汝国土资预审字[2015]34 号	2015/4/27
建设项目选址意见书	汝城县城乡规划局	选字第 20150424069 号	2015/4/24

资料来源：相关单位出具的批文，中证鹏元整理

（三）项目投资规模及完工进度

根据具有甲级资质的北京国金管理咨询有限公司编制的《郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目预计投资总额为90,404万元，其中：工程建设费用69,752万元，工程建设其他费用10,577万元，基本预备费3,775万元，建设期利息6,300万元。该项目已于2015年7月份开工建设，预计将于2020年6月完工。截至2018年9月末，该项目累计已投资20,523.63万元。

（四）项目经济效益

根据郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目可行性研究报告的批复，公司为项目业主，项目建成后拟由公司运营。根据可研报告，郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目收入来源可分为两个部分：一是销售收入，全部为标准厂房销售收入；二是出租收入，包括标准厂房出租收入、综合楼及服务中心出租收入、职工宿舍出租收入、职工公寓出租收入、食堂承包收入及配套服务设施出租收入。根据项目建设进度计划，该项目在2019年7月可进行销售或出租，所有的出租价格、销售价格均在初始价格[1]的基础上按年均增长率5%计算，初始的出租及销售价格如表3 所示。根据可研报告的预测，在债券存续期内，可实现经营收入84,330万元。但募投项目投资规模较大，建设过程复杂，在建设过程中有可能存在较多不确定性因素，如原材料价格上涨、资金价格上升及自然灾害等，项目建设中涉及到的不可抗力等因素都可能影响到项目的建设及日后的运营。

表3　募投项目初始销售价格及出租价格

项目	价格		建设总面积（m^2）
标准厂房	出售（元/㎡）	2,500	336,700
	出租（元/㎡·月）	12	
综合楼及服务中心	出租（元/㎡·月）	25	19,800
职工宿舍	出租（元/㎡·月）	8	31,100
职工公寓	出租（元/㎡·月）	20	11,800
食堂[2]	承包单价（元/㎡·月）	22	10,000
配套服务设施	出租（元/㎡·月）	28	24,500

[1] 初始价格为可研报告依据标准厂房及办公楼等配套设施市场的价格预测。
[2] 食堂承包单价 22 元/㎡•月为 2019 年的价格预计，以后逐年增长 5%；由于食堂承包为整体承包，考虑到 2017-2018 年该项目入驻企业家数不多，2017-2018 年承包价格定价稍低，均为 16 元/㎡•月。

资料来源：《郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

表4　债券存续期内募投项目收入情况（单位：万元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	合计
标准厂房出租收入	600	3,072	3,801	3,839	3,639	3,410	3,148	**21,509**
标准厂房销售收入	5,892	6,187	6,496	6,821	7,162	7,520	7,896	**47,975**
综合楼及服务中心出租收入	0	530	589	653	686	720	756	**3,935**
职工公寓出租收入	0	212	253	281	311	327	343	**1,728**
职工宿舍出租收入	45	227	296	328	345	362	380	**1,983**
食堂承包收入	96	192	264	277	291	306	321	**1,747**
配套服务设施出租收入	0	735	817	905	951	998	1,048	**5,454**
收入合计	**6,633**	**11,155**	**12,516**	**13,105**	**13,385**	**13,643**	**13,893**	**84,330**

资料来源：《郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但2018年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%。

经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在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。

2018年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年以来，城投行业监管政策密集发布，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

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见 》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表5　近年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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入

2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
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、规范政府和与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）	发展改革委、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
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债

	文）		务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

汝城县区域经济保持增长，其中旅游产业发展较快，但整体经济规模较小

汝城县隶属于湖南省郴州市，位于湖南省东南部，全县辖9个乡10个镇，总面积为2,401平方公里，截至2017年底，常住人口35.08万人。交通方面，汝城县处在湖南、广东、江西三省交汇之地，有厦蓉高速、湘深高速和106国道、324省道等道路交通，交通较为便捷。自然资源方面，汝城县矿产资源较为丰富，已探明储量的矿产达30余种，钨、铁、稀土、钾长石、莹石矿等储量丰富，钨矿交易量占全国的四分之一以上。另外，汝城县拥有较为丰富的旅游资源，有湖南省最大的天然热泉，建有福泉山庄和九龙江国家森林公园等旅游景区。

近年来，汝城县经济保持稳定增长，但经济规模较小，实力较弱。2015-2017年汝城县地区生产总值分别为51.43亿元、56.82亿元和62.81亿元，按不变价计算，分别比上年增长8.7%、7.8%和7.8%。三次产业结构由2015年的22.4∶34.9∶42.7调整为2017年的21.3：32.8：45.9，第一、第二产业占比有所减少，第三产业占比有所提高。2017年汝城县人均GDP为18,001元，为同期全国人均GDP 的30.71%，经济发展水平较低。

汝城县近年来重点发展有机茶叶、绿色蔬菜、生态养殖、特色水果等产业，第一产业增加值保持增长。截至2017年末，全县农产品加工企业163个，其中省级龙头企业5家。2017年，汝城县第一产业增加值为13.37亿元，2015-2017年复合增长率为7.73%。

工业方面，依托丰富的矿产资源，汝城县有色金属、电子信息和新能源新材料等产业体系初步形成。2015-2017年，汝城县工业增加值分别为15.37亿元、16.23亿元和17.65亿元，

分别比上年增长7.0%、5.6%和6.7%。工业规模相对较小且有所波动，主要是采矿业受经济环境和产品价格波动影响所致。

汝城县拥有 4A 级及以上旅游景区 2 家，近年，旅游业已成为汝城县经济增长的重要动力。2015-2017 年汝城县分别接待游客人数达 510.3 万人次、581.5 万人次和 736.5 万人次，同比增长 20.1%、14.0%和 20.22%；实现旅游总收入 24.09 亿元、27.79 亿元和 34.77 亿元，分别同比增长 23.1%、15.4%和 25.1%。

表6　2015-2017 年汝城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	62.81	7.8%	56.82	7.8%	51.43	8.7%
第一产业增加值	13.37	3.6%	12.83	3.6%	11.52	4.2%
第二产业增加值	20.85	6.3%	18.87	5.9%	17.97	6.3%
第三产业增加值	28.84	11.0%	25.12	11.6%	21.94	13.0%
工业增加值	17.65	6.7%	16.23	5.6%	15.37	7.0%
固定资产投资（不含农户）	91.64	12.9%	81.67	14.1%	76.30	18.4%
社会消费品零售总额	14.67	10.2%	13.32	11.7%	11.92	12.0%
金融机构存款余额	129.74	-2.8%	133.46	30.9%	101.35	5.3%
金融机构贷款余额	78.97	24.3%	63.51	10.0%	57.68	19.8%
人均 GDP（元）		18,001		16,444		15,155
人均 GDP/全国人均 GDP		30.17%		30.46%		30.71%

资料来源：汝城县2015-2017年国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资是推动汝城县经济发展的主要动力，2015-2017年，汝城县固定资产投资（不含农户）分别同比增长18.4%、14.1%和12.9%，增速较快但有所放缓。

湖南汝城经济开发区（以下简称“经开区”）系1992年省政府批准设立的省级经济开发区，前身为湖南省三江口边境经济特区，2006年6月，国家发改委核准更名为现名，现包括三星工业园、汝城县农产品科技园、汝城县创新创业园区、马桥宝石产业园、湘粤赣商贸物流园，总规划面积19.2平方公里。其中，三星工业园规划面积4.8平方公里，主要建成以矿产精深加工、轻工制造为主。

2017年汝城县实现公共财政收入4.13亿元，同比下降62.30%，其中税收收入2.93亿元，占公共财政收入比重为71.03%；实现政府性基金收入2.93亿元，同比下降36.87%；同期汝城县公共财政支出为28.98亿元，同比下降11.65%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为14.24%。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《公司登记管理条例》等有关法律、法规制定了《汝城县顺兴投资开发有限公司章程》，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。近年公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

公司设立股东会，股东会有权决定公司经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议重大资产收购或者出售事项等。

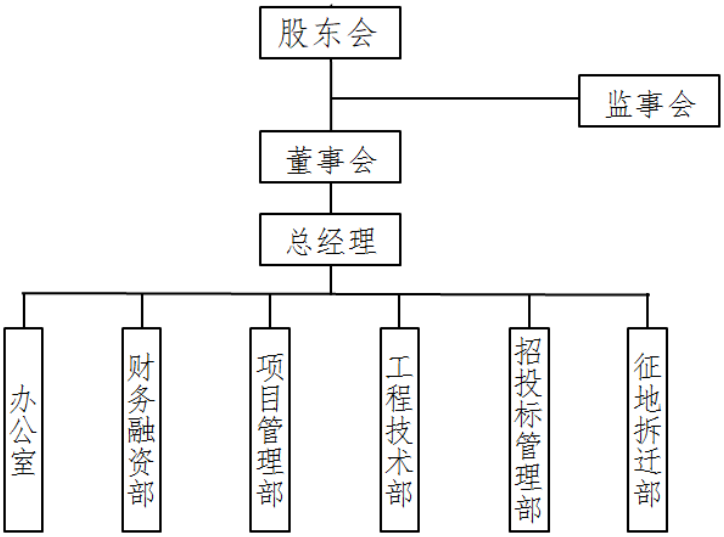
公司设立董事会，成员9人，其中由股东代表担任的董事6人，由股东会选举产生，由职工代表担任的董事3人，通过公司职工代表大会或其他民主形式选举产生。董事会设董事长1人，董事长由全体董事过半数选举产生；董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会的职权包括：向股东会报告工作、执行股东会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等。

公司设立监事会，成员5人，其中由股东代表担任的监事3人，由股东会选举产生；由职工代表担任的监事2人，通过公司职工代表大会或其他民主形式选举产生。监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事会有权检查公司财务，监督董事和高管人员行为，监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。公司建立了重大事项决策制度，规定对公司“三重一大”[3]事项，需进行集体决策，规定了重大事项决策程序。

[3] 三种一大事项指重大事项决策、重要干部任免、重要项目安排、大额资金的使用。

图2　公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、公司管理

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，下设办公室、财务融资部、项目管理部、工程技术部、招投标管理部和征地拆迁部共6个职能部门。各部门职责、工作要求、权限及相互关系明确。

公司建立了财务管理制度、工程建设签证管理制度、对外担保制度、风险管理制度、投资管理制度等。整体上看，公司内部管理制度较为完善，能够满足公司日常经营活动的需求。

六、经营与竞争

作为汝城县基础设施建设主体之一，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发和房屋租赁等业务，其中，市政基础设施建设和土地整理开发收入是公司营业收入的主要来源，房屋租赁收入规模较小，对公司收入和利润贡献不大。受基础设施建设进度、汝城县土地市场行情和政府土地出让计划等因素影响，2015-2017年公司分别实现营业收入21,385.17万元、31,798.58万元和25,747.89万元，出现较大波动；毛利率方面，受营改增影响，公司综合毛利率由2015年的19.06%下降至2017年的17.37%。2015-2017年，公司收入构成和毛利率情况如表7 所示。

表7　2015-2017 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		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市政基础设施建设	14,015.09	14.17%	15,804.67	14.17%	14,214.14	16.67%
土地整理开发	11,616.23	20.77%	15,875.41	20.77%	7,048.64	23.08%
租赁收入	116.57	64.59%	118.51	65.17%	122.40	66.28%
合计	**25,747.89**	**17.37%**	**31,798.58**	**17.65%**	**21,385.17**	**19.06%**

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

市政基础设施建设收入和土地整理开发收入近年来出现波动，未来可能仍存在一定的波动

根据汝城县政府于 2011 年与公司签订的《基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“合作协议书”），汝城县政府授权公司经营市政基础设施建设业务和土地整理开发业务。在基础设施建设方面，公司根据汝城县政府的委托承担项目建设，汝城县政府每年对公司承建项目的投资完成部分进行收购，项目年度收购价款的确认方式为：每年由汝城县政府指定的汝城县财政投资评审中心（以下简称“评审中心”）评审确认公司承建项目的年度投资额；汝城县财政局按照评审中心审定的年度投资额加上项目管理费、资金占用费（按投资额的 20%计算）确认为项目年度收购价款，同时出具结算确认函进行确认并负责支付。在土地整理开发方面，公司对汝城县政府指定的配置用地进行整理开发，具体工作包括土地征拆、安置补偿、整理开发、配套设施建设等。在项目达到交付标准并验收合格后，汝城县政府对公司承担的土地整理开发项目进行整体收购，项目整体收购价款的确认方式与基础设施建设基本一致，但土地整理开发项目需待项目全面竣工验收后一并评审，且项目管理费、资金占用费按投资额的 30%计算。公司根据汝城县财政局出具的结算确认函确认市政基础设施建设业务收入和土地整理开发收入。

近年来公司市政基础设施建设和土地整理开发项目主要包括 106 国道沿线整理项目二期、园区土地整理项目、高宏路及兴科路工程、污水处理厂工程、晟泰工业园工程、汝城大道园区工程和科技大道工程等项目。2015-2017 年，公司分别实现市政基础设施建设收入 14,184.56 万元、15,804.67 万元和 14,015.09 万元，受基础设施建设进度等因素影响而有所波动。2015-2017 年，土地整理开发收入分别为 7,048.64 万元、15,875.40 万元和 11,616.23 万元，受汝城县土地市场行情和政府土地出让计划影响存在较大波动性。。

由于市政基础设施建设和土地整理开发项目的资金占用费等分别为年度投资额的 20%和 30%，因此近年基础设施建设和土地整理开发业务毛利率稳定，2015 年分别为 16.67%和 23.08%，2016-2017 年受“营改增”影响，毛利率分别下滑 2.50 个百分点和 2.31 个百分点至 14.17%和 20.77%。

表8　2015-2017 年公司市政基础设施建设收入情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
高宏路及兴科路工程	1,601.72	0.00	0.00
园区路网二期工程	0.00	0.00	2,131.08
工业大道三期工程	866.39	995.94	1,438.28
污水处理厂工程	9.22	1,494.81	2,486.85
晟泰工业园工程	33.47	5.04	2,072.29
高安路工程	0.00	1,123.36	1,170.46
汝城大道园区工程	22.69	78.74	2,728.09
农产园工程	0.00	599.47	127.84
招商引资配套建设项目	0.00	434.4	2,029.67
科技大道一期工程	0.00	11,072.91	0.00
科技大道二期工程	11,481.60	0.00	0.00
合计	**14,015.09**	**15,804.67**	**14,184.56**

资料来源：公司提供

表9　2015-2017 年公司土地整理开发收入情况（单位：万元）

年份	项目	收入
2017 年	园区土地整理项目	11,616.23
	小计	**11,616.23**
2016 年	106 国道沿线整理项目二期	3,091.73
	工业大道西沿线周边开发项目	3,026.66
	农惠通电子商务产业城	2,663.04
	宝石产业园三期	3,655.33
	汝城大道以西地块	3,438.64
	小计	**15,875.40**
2015 年	农产品科技园项目	2,101.35
	高宏路以东征地项目（至 106 国道）	1,858.75
	高科路以东征地项目	1,273.40
	汝城大道以东征地项目	1,815.14
	小计	**7,048.64**

注：园区土地整理项目包含木草人项目、汇尔珠宝项目、群峰药业项目。
资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司主要在建项目计划总投资 107,984.00 万元，累计已完成投资 29,342.11 万元，尚需投资 78,641.89 万元，在建项目未来所需资金量较大，面临一定的资金压力。公司在建项目主要为本期债券募投项目，未来需投资 70,425.81 万元。此外，公司代建的基础设施项目计划总投资为 17,580.00 万元，未来需投资 8,216.08 万元，规模相对较小，公司没有在建土地整理项目，市政基础设施建设收入和土地开发收入未来可能存在一定波动。

表10　截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	总投资	累计已投资	是否签订协议
市政基础设施建设项目	汝城大道园区工程	2,630.00	2,387.75	是
	农产园工程	3,850.00	3,266.37	是
	高安路及科技大道延伸段道路工程	2,500.00	1,978.93	是
	高宏路及兴科路工程	3,600.00	1,671.12	是
	高新路、兴科路西段道路	2,700.00	34.40	是
	兴盛路、科技大道西段道路	2,300.00	25.35	是
	小计	**17,580.00**	**9,363.92**	-
本期债券募投项目	郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目	90,404.00	19,978.19	否
	小计	**90,404.00**	**19,978.19**	-
合计		**107,984.00**	**29,342.11**	-

资料来源：公司提供

公司持续获得较大力度的外部支持

公司承担汝城经开区基础设施建设工程，汝城县政府为提高公司的融资和运营能力，在资产注入和政府补贴方面给予公司较大支持。

在资产注入方面，2013-2015 年汝城县政府向公司注入资产合计 37.00 亿元，大幅提升了公司的资本实力。其中注入土地资产 36.40 亿元，公司计入存货，并等额增加资本公积。此外，按照《湖南汝城经济开发区管理委员会关于补充汝城县顺兴投资开发有限公司资本金的通知》（以下简称“《补充资本金的通知》”），湖南汝城经济开发区管委会给予公司资本金 6,000 万元。

在政府补助方面，2015-2017 年公司累计获得地方政府拨付的年度补贴、政府补助和贷款贴息等各类补贴资金 16,218.18 万元，计入营业外收入，一定程度提升了公司的利润水平。在税收方面，根据“汝政函[2011]72 号”文件，公司享受汝城县政府给予的各项税收优惠政策，2015-2017 年累计获得税收优惠合计 5,366.67 万元，该税收优惠具有一定可持续性。

表11　2013-2017 年公司主要受政府支持情况（单位：万元）

1、资产注入

时间	资产类别	性质	用途	土地面积（平方米）	评估价值	依据文件
2015 年	土地	出让	商业/商住用地	1,625,891.50	184,967.37	汝政函[2015]9 号
	货币资金	-	-	-	6,000.00	《补充资本金的通知》
	合计	-	-	-	**190,967.37**	-
2014 年	土地	出让	工业/商业用地	1,126,986.04	72,998.81	汝政函[2014]10 号

	合计	-	-	**1,126,986.04**	**72,998.81**	-
2013 年	土地	出让	商业用地	927,006.00	106,049.48	汝政函[2013]51号
	合计	-	-	**927,006.00**	**106,049.48**	-

2、财政补贴

时间	项目	金额	批准机关	文号
2017 年	年度补贴	6,000.00	汝城县财政局	汝财函[2017]55 号
	政府补助	16.58	-	-
	合计	**6,016.58**	-	-
2016 年	年度补贴	4,309.60	汝城县财政局	汝财函[2016]46 号
	政府补助	520.00	湖南省创创新产业园“135”工程联席会办公室	湘联席办[2015]3 号、5 号
	合计	**4,829.60**	-	-
2015 年	年度补贴	4,200.00	汝城县财政局	汝财函[2015]28 号
	工程建设补贴	264.00	湖南省财政厅	湘财外指[2014]425 号
	承接产业转移引导资金	50.00	湖南省财政厅	湘财外指[2014]107 号
	贷款贴息	858.00	湖南省财政厅	湘财预[2014] 83 号
	合计	**5,372.00**	-	-

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015-2017 年，公司无纳入合并财务报表的子公司。

资产结构与质量

近年来公司资产规模保持小幅增长，但资产以土地资产为主，资产流动性较弱

2015-2017 年公司总资产年复合增长率为 1.13%，主要来源于盈余利润的留存。截至 2017 年底，公司总资产规模达到 446,953.86 万元。

表12　2015-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4,849.89	1.09%	5,734.59	1.30%	1,183.80	0.27%
应收账款	26,169.58	5.86%	28,888.90	6.57%	20,438.68	4.68%

其他应收款	29,832.16	6.67%	14,183.78	3.23%	24,445.17	5.59%
存货	385,074.31	86.16%	389,624.76	88.59%	381,854.12	87.38%
流动资产合计	**445,925.94**	**99.77%**	**438,694.32**	**99.75%**	**435,981.64**	**99.76%**
非流动资产合计	**1,027.92**	**0.03%**	**1,095.20**	**0.25%**	**1,046.94**	**0.24%**
资产总计	**446,953.86**	**100.00%**	**439,789.51**	**100.00%**	**437,028.58**	**100.00%**

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

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 年底，公司货币资金余额 4,849.89 万元，全部为银行存款，无流动性受限情形。2017 年末，公司应收账款为 26,169.58 万元，均为应收汝城县财政局的项目收购款，账龄在一年以内，回收时点易受汝城县财政状况及支付安排影响，未来回收时间存在一定不确定性。截至 2017 年末，公司其他应收款 29,832.16 万元，主要是公司与汝城县财政局、汝城县投资融资建设核算中心、汝城县城建开发有限责任公司等政府及地方国有企业之间的往来款，2017 年末三家单位欠款余额合计 3.13 亿元，占其他应收款期末余额的 99.97%。其他应收款发生坏账的风险较小，但回收时间存在较大的不确定性，对公司资金形成一定的占用，降低了资金使用效率。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 385,074.31 万元，包括土地资产 364,769.77 万元和工程施工成本 20,304.54 万元，近年规模保持稳定。公司拥有 28 宗土地资产（详见附录五），账面价值合计 371,062.05 万元，总面积 6,028.17 亩，其中工业用地账面价值 6,254.78 万元，剩余土地性质以商业、商住用地为主，土地资产均未用于抵押。由于汝城县土地市场相对低迷，土地资产变现相对困难，流动性较弱。公司工程施工成本主要为本期债券募投项目发生的工程成本，以及少量未结算的代建项目投资成本，近年来有所波动。公司非流动资产主要是固定资产，包括经营用的房屋建筑物、电子设备等。

总体上看，近年公司资产规模保持小幅增长，不存在用于抵押的资产，但存货、应收账款和其他应收款占总资产的98.68%。其中，存货主要由土地使用权构成，占总资产的81.61%，应收账款和其他应收款占比分别为5.86%和6.67%，回收时间存在较大不确定性，资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司收入规模有所波动，且在建项目较小，未来市政基础设施建设收入和土地开发收入可能存在一定的波动；政府补助有效提升了公司利润水平

公司收入主要由市政基础设施建设和土地整理开发收入构成，受基础设施建设进度、汝城县土地市场行情和政府土地出让计划影响，2015-2017 年公司分别实现营业收入 21,385.17 万元、31,798.58 万元和 25,747.89 万元，出现较大波动。截至 2017 年末，公司代建的基础设

施项目计划总投资为 17,580.00 万元，未来仍需投资 8,216.08 万元，可形成一定的收入，本期债券募投项目建成后亦可成为公司的重要收入来源，但公司没有在建土地整理项目，且代建的基础设施项目未来投资规模较小，未来相关收入可能存在一定的波动。2015-2017 年，公司综合毛利率分别为 19.06%、17.65%和 17.37%，主要系受营改增的影响而有所下滑。

2015-2017 年，公司获得的政府补助分别为 5,372.00 万元、4,829.60 万元和 6,016.58 万元，占当年利润总额的比重分别为 49.90%、39.76%和 52.93%，是公司利润的重要来源。此外，公司近年来收到较大规模的税收优惠政策，增加了盈利规模。

表13　2015-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	25,747.89	31,798.58	21,385.17
营业利润	5,321.97	4,893.08	4,250.51
其他收益	1,890.15	-	-
营业外收入	6,048.10	7,254.22	6,514.13
利润总额	11,367.62	12,147.05	10,764.64
综合毛利率	17.37%	17.65%	19.06%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流波动较大，且在建项目资金需求较大，面临一定的资金压力

2015-2017 年公司收现比分别为 1.05、0.76 和 1.14，经营活动现金回笼情况一般。受往来款现金收支以及项目建设款支出规模变动影响，2015-2017 年公司经营现金流净额分别为-9,870.34 万元、32,486.85 万元、-884.69 万元，波动较大。

2015-2017 年公司投资活动现金流量较小，筹资活动现金流主要随着项目建设款的支出和往来款的回笼情况有所变化。2015 年公司通过银行借款获得了较多资金以满足经营和往来款支出，筹资活动现金净流入 4,666.87 万元；2016 年筹资活动净流出 27,908.40 万元，年末公司已偿还全部有息债务；2017 年公司经营和往来款的支出主要依靠自有资金，未发生对外融资活动。截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投资 78,641.89 万元，主要为本期债券募投项目，未来面临一定的资金压力。

表14　2015-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.14	0.76	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	29,241.98	24,302.65	22,367.14
收到的其他与经营活动有关的现金	14,056.59	44,387.69	18,344.74

经营活动现金流入小计	43,298.57	68,690.34	40,711.88
购买商品、接受劳务支付的现金	21,121.79	21,384.38	32,138.97
支付的其他与经营活动有关的现金	22,842.15	14,616.60	18,251.43
经营活动现金流出小计	44,183.27	36,203.48	50,582.22
经营活动产生的现金流量净额	**-884.69**	**32,486.85**	**-9,870.34**
投资活动产生的现金流量净额	**-**	**-27.66**	**0.00**
筹资活动产生的现金流量净额	**-**	**-27,908.40**	**4,666.87**
现金及现金等价物净增加额	-884.69	4,550.79	-5,203.47

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司负债水平较低，刚性偿付压力小

随着盈余利润的积累，近年公司所有者权益保持增长，而负债总额随着有息债务的偿还而有所下降，公司产权比率持续下降，2017 年底为 4.76%，净资产对负债的保障程度较高。

表15　2015-2017 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	20,295.44	23,428.00	31,447.33
所有者权益	426,658.42	416,361.52	405,581.25
产权比率	4.76%	5.63%	7.75%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以应付账款、其他应付款为主。2017年末，公司应付账款为1,105.81万元，主要是应付施工单位的工程款；其他应付款为19,022.25万元，主要是与汝城县经济开发区管委会的往来款、应付安仁县星建筑有限公司等施工单位的押金及保证金，实际偿付压力不大。2015年末，公司长期借款（包括一年内到期的长期借款）为26,000.00万元，主要为向渤海国际信托有限公司质押借款11,000万元和向长沙银行郴州分行抵押借款15,000万元，2016年末公司已偿还所有长期借款，截至2017年末，公司有息债务余额为0，刚性偿付压力小，但若本期债券成功发行，公司有息债务规模将迅速推高。

表16　2015-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1,105.81	5.45%	5,765.82	20.28%	3,037.40	9.66%
其他应付款	19,022.25	93.73%	17,533.93	61.68%	2,324.74	7.39%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,000.00	31.80%
流动负债合计	**20,295.44**	**100.00%**	**23,428.00**	**100.00%**	**15,447.33**	**49.12%**
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	16,000.00	50.88%

非流动负债合计	**0.00**	**0.00%**	**0.00**	**0.00%**	**16,000.00**	**50.88%**
负债总额	**20,295.44**	**100.00%**	**23,428.00**	**100.00%**	**31,447.33**	**100.00%**
有息债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	26,000.00	82.68%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年随着利润积累及有息债务偿还，公司资产负债率逐年下降，2015-2017 年分别为 7.20%、5.33% 和 4.54%。近年公司流动比率和速动比率有所波动，截至 2017 年末，公司流动比率与速动比率分别为 21.97、3.00，表现较好，但考虑到公司的流动资产主要为土地使用权及应收款项，实际流动性较弱，一定程度上削弱了对债务的保障程度。2015 至 2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数呈增长态势，整体上 EBITDA 对利息的保障程度较高，但本期债券若成功发行，将带来较大的偿债压力。

表17　2015-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	4.54%	5.33%	7.20%
流动比率	21.97	18.73	28.22
速动比率	3.00	2.09	3.50
EBITDA（万元）	11,434.90	12,215.00	10,832.59
EBITDA 利息保障倍数	-	6.20	4.74

注：2017 年公司资本化利息和计入财务费用的利息支出均为 0。
资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一)本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及风险主要包括以下几个方面：

（1）本期债券募投项目的经济效益。根据募投项目可行性研究报告测算，本期债券募投项目建成后，在债券存续期内，预计实现 84,330 万元的经营收入。但募投项目建设过程中也将存在较多不确定性因素，能否按预计实现销售或出租并获得预期收益，存在一定的不确定性。

（2）公司主营业务产生的现金流。公司收入主要来自市政基础设施建设及土地整理开发业务，2015-2017 年公司分别实现营业收入 21,385.17 万元、31,798.58 万元和 25,747.89 万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 22,367.14 万元、24,302.65 万元和 29,241.98 万元，公司自身经营产生的现金流入能为公司偿债提供一定保障。但我们关注到，近年来，公司市政基础设施建设收入规模会因项目施工进度而产生波动；土地整理开发收入受政府规划以及房地产市场景气程度影响较大，在建施工项目及土地整理项目较小，这些因素会一定程度影

响到公司经营。

（3）极端情况下，公司亦可通过变卖未抵押土地资产获得现金。截至 2017 年末，公司拥有土地使用权总面积 6,028.17 亩，总价值 37.11 亿元，均未抵押，可通过土地资产出让或者用于抵押进行融资的方式，为公司提供一定的流动性支持。但公司土地所在区域尚处于初步开发期，土地市场需求较弱，且易受城市规划影响而存在一定波动，集中变现能力较差。

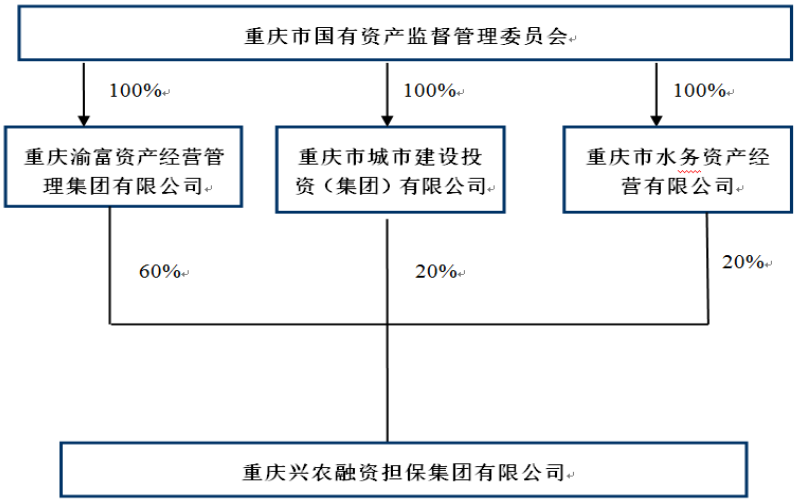
（二）本期债券保障措施分析

兴农担保农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为本期债券的偿还提供了较好的保障，可有效提升本期债券的信用水平

兴农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。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。2017 年 10 月，公司增资 82,000.00 万元，同时通过留存收益转增实收资本 18,000 万元。历经数次增资，截至 2017 年末，注册资本为 300,000.00 万元，实收资本上升至 295,000.00 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 年末，兴农担保股权关系如图 3 所示。

图3　截至2017年12月末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。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74.35%。2015-2017年，兴农担保当期担保发生额分别为142.17亿元、201.14亿元和289.72亿元，近三年复合增长率达到42.75%；其中2017年担保发生额同比增长44.04%，主要系债券担保业务规模迅速增长所致。2015-2017年，兴农担保当期解除担保责任额分别为131.21亿元、152.03亿元和156.76亿元，近三年复合增长率达到9.30%，存量的银行融资担保解保速度逐步加快。2015-2017年兴农担保期末在保余额分别为202.21亿元、251.23亿元和384.29亿元，近三年复合增长率为37.86%，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2017年末，兴农担保期末担保在保责任余额384.29亿元，净资产放大倍数为3.93，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。2015-2017年，兴农担保担保业务分别发生代偿3.48亿元、4.86亿元和2.95亿元，当期担保代偿率分别为2.65%、3.20%和1.88%；截至2017年末，兴农担保累计担保代偿金额为13.46亿元，仍未实现代偿款回收。

表18　截至 2017 年 12 月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）	-47,365.59	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	2,897,177.80	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%
累计代偿回收率	17.38%	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，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

附录一　资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	4,849.89	5,734.59	1,183.80
应收账款	26,169.58	28,888.90	20,438.68
预付款项	-	262.29	8,059.87
其他应收款	29,832.16	14,183.78	24,445.17
存货	385,074.31	389,624.76	381,854.12
流动资产合计	**445,925.94**	**438,694.32**	**435,981.64**
长期股权投资	27.66	27.66	-
固定资产	911.71	978.99	1,046.94
其他非流动资产	88.55	88.55	-
非流动资产合计	**1,027.92**	**1,095.20**	**1,046.94**
资产总计	**446,953.86**	**439,789.51**	**437,028.58**
应付账款	1,105.81	5,765.82	3,037.40
应交税费	167.38	128.25	85.19
其他应付款	19,022.25	17,533.93	2,324.74
一年内到期的非流动负债	-	-	10,000.00
流动负债合计	**20,295.44**	**23,428.00**	**15,447.33**
长期借款	-	-	16,000.00
非流动负债合计	**-**	**-**	**16,000.00**
负债合计	**20,295.44**	**23,428.00**	**31,447.33**
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	370,015.66	370,015.66	370,015.66
盈余公积	4,701.59	3,671.90	2,593.87
未分配利润	41,941.17	32,673.96	22,971.72
归属于母公司所有者权益合计	426,658.42	416,361.52	405,581.25
所有者权益合计	**426,658.42**	**416,361.52**	**405,581.25**
负债和所有者权益总计	**446,953.86**	**439,789.51**	**437,028.58**

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告

附录二　利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	**25,747.89**	**31,798.58**	**21,385.17**
营业总成本	**22,316.07**	**26,905.51**	**17,134.66**
营业成本	21,274.52	26,185.16	17,308.42
税金及附加	91.57	111.89	99.60
管理费用	158.06	86.20	82.43
财务费用	-13.48	-15.55	-208.46
资产减值损失	805.40	537.81	-147.33
其他收益	1,890.15	-	-
营业利润	**5,321.97**	**4,893.08**	**4,250.51**
营业外收入	6,048.10	7,254.22	6,514.13
营业外支出	2.44	0.24	-
利润总额	**11,367.62**	**12,147.05**	**10,764.64**

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	29,241.98	24,302.65	22,367.14
收到其他与经营活动有关的现金	14,056.59	44,387.69	18,344.74
经营活动现金流入小计	**43,298.57**	**68,690.34**	**40,711.88**
购买商品、接受劳务支付的现金	21,121.79	21,384.38	32,138.97
支付给职工以及为职工支付的现金	211.55	201.12	186.22
支付的各项税费	7.78	1.39	5.60
支付其他与经营活动有关的现金	22,842.15	14,616.60	18,251.43
经营活动现金流出小计	**44,183.27**	**36,203.48**	**50,582.22**
经营活动产生的现金流量净额	**-884.69**	**32,486.85**	**-9,870.34**
投资支付的现金	-	27.66	-
投资活动现金流出小计	**-**	**27.66**	**-**
投资活动产生的现金流量净额	**-**	**-27.66**	**-**
吸收投资收到的现金	-	-	6,000.00
取得借款收到的现金	-	-	30,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	150.00	-
筹资活动现金流入小计	**-**	**150.00**	**36,000.00**
偿还债务支付的现金	-	26,000.00	28,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	1,969.85	2,283.13
支付其他与筹资活动有关的现金	-	88.55	150.00
筹资活动现金流出小计	**-**	**28,058.40**	**31,333.13**
筹资活动产生的现金流量净额	**-**	**-27,908.40**	**4,666.87**
现金及现金等价物净增加额	**-884.69**	**4,550.79**	**-5,203.47**
年初现金及现金等价物余额	5,734.59	1,183.80	6,387.27
期末现金及现金等价物余额	**4,849.89**	**5,734.59**	**1,183.80**

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告

附录三-2　现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	10,296.90	10,780.27	9,688.57
资产减值准备	805.40	537.81	-147.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	67.28	67.95	67.95
存货的减少	4,550.45	-5,800.78	-6,180.53
经营性应收项目的减少	-13,472.17	8,920.94	-11,389.16
经营性应付项目的增加	-3,132.55	17,980.66	-1,909.85
经营活动产生的现金流量净额	-884.69	32,486.85	-9,870.34
现金的期末余额	4,849.89	5,734.59	1,183.80
现金的期初余额	5,734.59	1,183.80	6,387.27
现金及现金等价物净增加额	-884.69	4,550.79	-5,203.47

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务(万元)	0.00	0.00	26,000.00
资产负债率	4.54%	5.33%	7.20%
流动比率	21.97	18.73	28.22
速动比率	3.00	2.09	3.50
综合毛利率	17.37%	17.65%	19.06%
EBITDA(万元)	11,434.90	12,215.00	10,832.59
EBITDA 利息保障倍数	-	6.20	4.74
收现比	1.14	0.76	1.05

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五　截至2017年末公司土地资产情况(单位：亩、万元)

序号	权证编号	位置	性质	用途	面积	账面价值	抵押情况
1	汝国用（2013）第 015 号	新 106 国道以西、兴园路以南、科技大道以北、高宏路以东	出让	商业	258.00	19,677.14	否
2	汝国用（2013）第 016 号	新 106 国道以西、高宏路以东、兴科路以北、科技大道以南	出让	商业	255.02	19,449.14	否
3	汝国用（2013）第 017 号	高科路以东、科技大道以北、兴园路以南、高宏路以西	出让	商业	269.65	20,565.57	否
4	汝国用（2013）第 018 号	高科路以东、兴科路以北、科技大道以南、高宏路以西	出让	商业	211.00	16,092.42	否
5	汝国用（2013）第 019 号	汝城大道以东、科技大道以北、兴园路以南、高科路以西	出让	商业	216.65	16,523.02	否
6	汝国用（2013）第 020 号	汝城大道以东、兴科路以北、科技大道以南、高科路以西	出让	商业	180.19	13,742.19	否
7	汝国用（2014）第 015 号	山塘路以北、背岭路以西	出让	工业	59.72	652.90	否
8	汝国用（2014）第 016 号	山塘路以南、背岭路以西	出让	工业	288.62	3,155.62	否
9	汝国用（2014）第 017 号	浙水河以北、背岭路以西	出让	商业	536.56	25,504.37	否
10	汝国用（2014）第 018 号	浙水河以西、背岭路以东	出让	商业	389.35	19,155.97	否
11	汝国用（2014）第 027 号	汝城大道以西、科技大道以南、兴科路以北	出让	商住	191.82	11,304.65	否
12	汝国用（2014）第 038 号	汝城大道以西、科技大道以北、兴园路以南	出让	商住	224.41	13,225.30	否
13	汝国用（2015）第 010 号	教育路以南、热文公路以北	出让	商业	267.00	20,559.00	否
14	汝国用（2015）第 011 号	教育路以南、星火村以西	出让	商业	230.14	17,720.62	否
15	汝国用（2015）第 012 号	乌龟塘以南、热水河以东	出让	商业	288.69	22,229.13	否
16	汝国用（2015）第 013 号	热水河以东、热水河以北	出让	商业	250.50	19,288.50	否
17	汝国用（2015）第 020 号	温泉路以南、热水河以东、养生路以西	出让	商住	152.96	11,146.01	否
18	汝国用（2015）第 021 号	热水河以东、养生路以西、热水河以北	出让	商住	154.25	10,314.40	否
19	汝国用（2015）第 022 号	挑水垅以北、热水河以南	出让	商住	182.81	10,042.52	否
20	汝国用（2015）第 023 号	热水河以西、竹坝子以北	出让	商业	193.82	13,761.25	否
21	汝国用（2015）第 029 号	横瑞村路以东、星火路以北	出让	商业	279.66	23,304.88	否
22	汝国用（2015）	横瑞村路以西、星火路以北	出让	商业	256.00	19,728.99	否

	第 030 号						
23	汝国用（2015）第 031 号	星火路以北	出让	商业	228.00	16,872.07	否
24	汝国用（2016）第 028 号	工业大道以北	出让	商服	12.27	791.61	否
25	汝国用（2016）第 029 号	工业大道以北、106 国道以西、兴科路以南	出让	工业	280.96	3,410.65	否
26	汝国用（2016）第 030 号	工业大道以南、106 国道以西	出让	工业	145.29	1,763.67	否
27	湘（2018）汝城县不动产权第 0000366 号	汝城县三星工业园园区工业大道北侧	出让	工业	12.79	326.35	否
28	湘（2018）汝城县不动产权第 0000367 号	汝城县三星工业园园区工业大道北侧	出让	工业	12.04	754.11	否
合计	-	-	-	-	**6,028.17**	**371,062.05**	-

注：汝国用（2016）第 028 号、汝国用（2016）第 029 号、汝国用（2016）第 030 号和湘（2018）汝城县不动产权第 0000366 号共 4 宗土地计入存货中的工程施工，其他 24 宗土地计入存货中的土地资产。
资料来源：公司提供

附录六　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+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	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计－存货）/流动负债合计
有息债务	长期借款+一年内到期的非流动负债

附录七　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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。