

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019] 099 号

湖南梅山资源开发有限责任公司：

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“2019 年湖南梅山资源开发有限责任公司公司债券”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

二零一九年二月十四日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2019] 099 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对湖南梅山资源开发有限责任公司和其拟发行的“2019 年湖南梅山资源开发有限责任公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定湖南梅山资源开发有限责任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

二零一九年二月十四日



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”）与湖南梅山资源开发有限责任公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与湖南梅山资源开发有限责任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湖南梅山资源开发有限责任公司提供，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，未受湖南梅山资源开发有限责任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。
- 2019年湖南梅山资源开发有限责任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

2019年2月14日



2019年湖南梅山资源开发有限责任公司 公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】099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 7 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：分期偿还本金，按年付息

增信方式：连带责任保证担保

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

2019年2月14日

评级小组负责人

卢筱

评级小组成员

李佳怡

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

评级观点

东方金诚认为，近年来湖南省益阳市安化县经济保持快速增长，逐步形成了精制茶制造、矿产加工、电热生产和供应、医药制造等支柱产业，经济实力有所增强；湖南梅山资源开发有限责任公司（以下简称“公司”）主要从事安化县旧城改造、道路工程等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；公司在资产划拨和财政补贴等方面得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建基础设施项目和可供租赁项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收账款占比较高，资产流动性受土地出让市场行情和主要欠款单位还款情况影响较大，未来存在较大的不确定性；近年来，公司负债规模保持较快增长，债务率水平上升较快；公司经营和投资活动净现金流波动较大，资金来源对筹资活动具有较大的依赖性。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）对本期债券按期偿付本息提供的连带责任保证担保，具有极强的增信作用。

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的分析 and 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极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

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 7 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：分期偿还本金，按年付息

增信方式：连带责任保证担保

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

2019年2月14日

评级小组负责人

卢筱

评级小组成员

李佳怡

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

主要数据和指标

项目	2015年	2016年	2017年
资产总额（亿元）	54.60	85.09	102.12
所有者权益（亿元）	35.49	42.91	43.40
全部债务（亿元）	10.94	22.69	29.72
营业收入（亿元）	3.15	2.72	4.52
利润总额（亿元）	1.30	1.11	0.58
EBITDA（亿元）	1.52	1.54	2.22
营业利润率（%）	22.48	20.86	18.75
净资产收益率（%）	3.28	2.23	1.13
资产负债率（%）	35.00	49.57	57.50
全部债务资本化比率（%）	23.56	34.58	40.65
流动比率（%）	425.22	411.04	316.81
全部债务/EBITDA（倍）	7.19	14.72	13.42
EBITDA 利息倍数（倍）	6.72	2.08	0.89
EBITDA/本期债券摊还额（倍）	1.09	1.10	1.58

注：表中数据来源于公司2015年~2017年经审计的公司合并财务报表；本期债券发行额按7.00亿元计算，则摊还额为本期债券应分期偿还的本金金额，即1.40亿元。

优势

- 近年来湖南省益阳市安化县经济保持快速增长，逐步形成了精制茶制造、矿产加工、电热生产和供应、医药制造等支柱产业，经济实力有所增强；
- 公司主要从事安化县旧城改造、道路工程等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；
- 公司在资产划拨和财政补贴等方面得到股东及相关各方的有力支持；
- 兴农担保集团对本期债券按期偿付本息提供的连带责任保证担保，具有极强的增信作用。

关注

- 公司在建基础设施项目和可供租赁项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收账款占比较高，资产流动性受土地出让市场行情和主要欠款单位还款情况影响较大，未来存在较大的不确定性；
- 近年来，公司负债规模保持较快增长，债务率水平上升较快；
- 公司经营和投资活动净现金流波动较大，资金来源对筹资活动具有较大的依赖性。

主体概况

湖南梅山资源开发有限责任公司（以下简称“梅山资源”或者“公司”）原名安化县经济开发区有限责任公司，由安化县财政局于 2003 年 9 月 15 日出资设立，初始注册资本为人民币 100.00 万元。2012 年 7 月 3 日，安化县财政局以货币资金增资 900.00 万元；2014 年 7 月，公司更名为湖南梅山资源开发有限责任公司，同时以资本公积转增注册资本 10000.00 万元。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 11000.00 万元，安化县财政局为公司唯一股东和实际控制人。

公司是安化县重要的基础设施建设主体，主要负责安化县旧城改造、道路工程等基础设施建设及土地开发整理业务，同时还从事租赁以及医药批发零售等业务。

截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 6 家，详见下表。

表 1：截至 2017 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况

单位：万元、%

子公司全称	公司简称	业务内容	注册资本	持股比例	取得方式
安化县城镇建设投资开发有限责任公司 ¹	安化城投	基础设施建设、土地整理开发	5000.00	100.00	无偿划拨
安化县创圆建投投资有限公司	创圆建投	基础设施建设、厂房租赁	10000.00	100.00	无偿划拨
安化县医药总公司 ²	医药总公司	医药批发零售	116.00	100.00	无偿划拨
安化全域旅游开发有限责任公司	安化旅开	旅游投资、旅游工程建设	10000.00	90.00	投资设立
安化雪峰湖现代农业发展有限责任公司	安化农发	农业园区建设	2000.00	100.00	投资设立
湖南梅山融资担保有限责任公司	梅山担保	融资担保	10000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟发行总额不超过 7.00 亿元人民币的“2019 年湖南梅山资源开发有限责任公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券为 7 年期固定利率债券，面值 100 元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末均按照发行总额 20% 的比例偿还本期债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，后五期利息随本金一起支付。

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”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

¹ 安化县城镇建设投资开发有限公司（以下简称“安化城投”）成立于 2003 年 9 月，根据《安化县人民政府关于将安化县城镇建设投资开发有限公司整体划转至安化县经济开发区有限责任公司的通知》（安政函[2011]54 号）于 2011 年纳入公司合并报表范围。

² 安化县医药总公司为全民所有制企业，2011 年安化县政府授权公司管理医药总公司，公司将医药总公司纳入合并报表范围。

本期债券拟募集资金不超过 7 亿元，全部用于安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目（以下简称“本期债券募投项目”）。

表 2：本期债券募集资金拟使用情况

单位：万元、%

项目名称	募投项目计划总投资	募集资金拟使用额度	募集资金占项目总投资比例
安化县（梅城、东坪）标准厂房建设项目	110322.05	70000.00	63.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募投项目由公司全资子公司创圆建投负责建设及运营，包括梅城基地和东坪基地两部分，总用地规划面积为 336.50 亩，其中梅城基地项目规划用地面积 242 亩，东坪基地项目规划用地面积 94.50 亩。

梅城基地选址位于安化县梅城镇内梅城工业园核心区域，工业大道（省道 S217）贯穿基地内部，东、西两侧临规划支路、南达梅新路，北靠梁家冲自然山体。梅城基地建筑总面积为 23.76 万平方米，其中，标准厂房建筑面积为 18.26 万平方米；公共建筑面积为 4.23 万平方米（包括：仓库 0.04 万平方米、办公及科研 1.25 万平方米、专家楼 0.52 万平方米和配套设施 2.42 万平方米）；职工宿舍建筑面积为 1.27 万平方米。

东坪基地选址位于安化县东坪镇中医药健康产业园内，北至东茅公路，南至资江，东至株溪口村，西至烟溪村。东坪基地建筑总面积为 3.10 万平方米，其中标准厂房的建筑面积为 1.24 万平方米。

截至本报告出具日，本期债券募投项目已经得到安化县人民政府（以下简称“安化县政府”）和安化县发展和改革委员会、安化县国土资源局、安化县环境保护局、安化县住房和城乡建设局等政府部门批复，详见表 3。

表 3：本期债券募投项目审批情况

审批单位	审批文件	审批文号
安化县发展和改革委员会	《安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目备案证明》	安发改备案【2017】48号
安化县发展和改革委员会	《关于安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目节能报告的批复》	安发改【2017】190号
安化县国土资源局	《建设项目用地预审意见》	安国土资预审字【2017】7号
安化县环境保护局	《关于〈安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目环境影响报告表〉的批复》	安环审（表）【2017】052号
安化县住房和城乡建设局	《建设项目选址意见书》	建规【选】字第 2017-322号
安化县住房和城乡建设局	《建设项目选址意见书》	建规【选】字第 2017-323号
安化县人民政府	《安化县人民政府关于安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目社会稳定风险评估报告》	安政函【2017】96号
安化县水务局	《关于安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目水土保持方案的批复》	安水发【2017】78号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募投项目计划总投资 110322.05 万元，建设周期为 24 个月，预计开工时间为 2018 年下半年。但受建设资金尚未到位影响，截至 2018 年 11 月末，本

期债券募投项目主要完成征地拆迁和场地平整，合计投资 1.07 亿元，占项目总投资的比重为 9.65%，项目进度低于预期。本期债券募投项目预期收入来源于标准化厂房及配套建筑设施的出售、租赁收入。

宏观经济与政策环境

宏观经济

2019 年全球经济动能放缓，外部风险仍然较大，国内 GDP 增速或延续 2018 年的小幅下降趋势，但基建将发挥“托底”作用，宏观经济不存在“失速”风险

2018 年宏观经济景气下行，GDP 增速逐季放缓。据初步核算，2018 年国内生产总值 900309 亿元，实际同比增长 6.6%，增速较上年下滑 0.2 个百分点。其中，四季度 GDP 增速降至 6.4%，为 2009 年一季度以来最低，但并未脱离“6.5%左右”的增长目标。

2018 年工业生产稳中趋缓，2019 年仍将有所回落，企业利润下滑势头值得关注。2018 年规模以上工业增加值增速为 6.2%，较上年下滑 0.4 个百分点，主因国内终端需求走弱，工业中占比近九成的制造业增速较上年下滑 0.7 个百分点。2019 年工业品出口需求大概率放缓，国内汽车销量延续负增，工业生产同比增速或将回落至 6.0%左右。2018 年工业企业利润增速下行明显，年底已现同比负增长，2019 年全年企业利润有可能出现下滑局面。

2018 年基建投资大幅放缓，固定资产投资增速下滑，2019 年基建补短板提速，投资增速有望反弹。2018 年固定资产投资增速为 5.9%，较上年下滑 1.3 个百分点。其中，主要受严控地方政府隐性负债影响，基建投资增速较上年大幅下滑 15.2 个百分点至 3.8%，而房地产投资和制造业投资增速均有所加快。2019 年宏观政策转向稳增长，基建补短板需求显著上升，预计基建投资将出现 10%以上的高增长；而房地产投资受市场转冷及棚改规模压缩等影响，增速或将下滑，企业利润走低及出口形势不稳也将对制造业投资产生一定不利影响。综合以上，预计 2019 年投资增速或将反弹至 8.0%左右。

2019 年减税等因素将稳住商品消费增速放缓势头，服务消费有望继续保持较快增长。2018 年，反映商品消费的社会消费品零售总额同比增长 9.0%，增速较上年回落 1.2 个百分点。居民收入增速下滑，汽车零售额同比下降，是当年社零增速回落的主因。2019 年个税减税将增加居民可支配收入水平，有望带动商品消费增速提高 0.7 个百分点；而消费转型将继续带动医疗、旅游等服务消费保持快速增长，终端消费对经济增长的“压舱石”作用还会增强。主要受食品价格增速转正影响，2018 年 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅较上年扩大 0.5 个百分点。2019 年在猪肉价格上行及服务价格走高影响下，CPI 全年增速将小幅升至 2.5%左右。PPI 增速则将延续下行趋势，不排除个别月份出现同比负增长的可能。

2019 年净出口将继续成为拖累宏观经济的核心因素。2018 年主要受全球经济增长动能转弱影响，全年净出口对经济增长的拉动从上年的 0.6 个百分点转为-0.6 个百分点，成为 2018 年经济增速下滑的主要原因，中美贸易摩擦的影响并不显著。2019 年伴随此前的“抢出口”效应消退，以及全球经济景气下行，净出口对国内

宏观经济的负向拉动将扩大至-0.9个百分点。

总体上看，2019年全球经济动能放缓，中美贸易摩擦走向仍存在很大不确定性，拉动经济的“三驾马车”都将受到一定冲击；叠加劳动力人口规模下降、储蓄率高位走低，以及金融周期下行，国内经济运行将延续景气回落过程，预计GDP增速将为6.3%，较2018年小幅放缓0.3个百分点。但前期供给侧结构性改革着力推进去产能、去库存和去杠杆，为2019年逆周期调节腾出了一定政策空间，其中基建补短板有望发挥托底作用。总体上看，2019年经济运行的回旋余地仍然较大，宏观经济不存在失速风险。

政策环境

2019年稳增长需求上升，货币政策将继续向偏松方向调整，着力推动“宽货币”向实体经济“宽信用”传导，出现“大水漫灌”的概率较低

受金融严监管及严控地方隐性负债等影响，2018年金融数据持续下滑。其中年末M2余额同比增长8.1%，处于历史最低位附近；全年新增社融192600亿元，较上年少增31369亿元。伴随信用环境整体收紧，民营和小微企业融资受到较大冲击。为对冲经济和金融周期的共振下行，2018年央行货币政策开始向稳健偏松方向微调，年中流动性管理目标从“合理稳定”转为“合理充裕”，年内央行通过四次降准等方式，不断向市场释放流动性，定向缓解民营及小微企业融资难、融资贵问题。

东方金诚预计，2019年经济下行压力加大，稳增长在货币政策目标排序中的位置靠前。由此，货币政策将继续向宽松方向微调，还将实施3至4次降准；监管层将着力推进“三支箭”政策组合，进一步推动“宽货币”向民营、小微企业以及基建补短板项目等实体经济“宽信用”传导。未来一段时期，“控制总量调结构”将是货币政策的操作重点，出现“大水漫灌”的概率较低，M2和社融数据难现大幅反弹。

2019年更加积极的财政政策将向减税方向倾斜，基建补短板将带动财政支出强度加大，财政收支增速呈“一降一升”格局，地方专项债规模有望显著增加

2018年在减税降费背景下，全年财政收入同比增长6.2%，低于上年的7.4%。其中，税收收入增速较上年下滑2.4个百分点。2018年财政支出同比增长8.7%，高于上年的7.7%，财政支出强度整体加大。其中，9月以后基建补短板、稳增长政策开始发力，财政支出增速明显加快。

东方金诚预计，2019年积极财政政策有望继续向减税方向倾斜，支出扩大则主要为基建补短板提供部分资金支持，以对接基建为主的地方专项债新增规模也将显著增加。总体上看，2019年宏观政策在转向稳增长的同时，稳杠杆、防风险、促改革仍将是重要政策目标，政策定力可能超出普遍预期。

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. 益阳市

益阳市地处湖南省中北部、洞庭湖西南，距离湖南省省会长沙市 70 公里。截至 2017 年末，益阳市下辖 3 个区（赫山区、资阳区和大通湖区）、3 个县（安化县、桃江县和南县）和 1 个市（沅江市），并设有 1 个国家级高新技术产业开发区（益阳高新技术产业开发区），总面积 12144 平方公里，常住人口 439.20 万人。

益阳市拥有优质的土地资源。益阳市滨湖平原由河流冲积而成，土壤肥沃，适宜种植多种作物，是粮、棉、麻、油、糖的主要生产基地，苧麻产量居全国首位，

芦苇、黄（红）麻、糖料产量均居全省第一。益阳市中部丘陵岗地土壤多属板页岩风化而成，呈酸性，含养分较高，是南竹、油茶、茶叶、果木等经济林生产区，南竹、茶叶产量居湖南省第一。

受益于湖南省长株潭都市区发展规划的实施，近年来益阳市经济发展速度较快，综合经济实力较强

2012年，湖南省发布《湖南省“十二五”环长株潭城市群³发展规划》，明确提出将大力推动长株潭都市区经济发展。益阳市中心区作为长株潭都市区的重要组成部分，被定位为区域性先进制造业基地和生态休闲旅游基地。

受益于该规划的实施，益阳市经济呈现快速发展态势。2015年~2017年，益阳市实现地区生产总值（GDP）分别为1354.41亿元、1484.18亿元和1665.41亿元，同比分别增长8.4%、7.8%和8.4%。2017年，益阳市经济总量居湖南省各地级市（州）第10位，综合经济实力较强。

表 4：2017 年湖南省各地级市（州）主要经济指标

单位：亿元、%

地区	地区生产总值	GDP 增速	人均 GDP（元）	固定资产投资
长沙市	10535.51	9.0	135388	7567.77
岳阳市	3258.03	7.0	56826	2633.55
常德市	3238.10	8.4	55404	2296.00
衡阳市	3132.48	8.5	43233	2615.85
株洲市	2580.40	8.0	-	2622.70
郴州市	2337.73	7.9	49514	2628.10
湘潭市	2055.80	8.3	72256	2204.90
永州市	1728.46	8.3	31585	1866.49
邵阳市	1691.50	8.1	23018	1840.10
益阳市	1665.41	8.4	37745	1499.85
娄底市	1544.98	8.5	39555	1376.32
怀化市	1503.97	7.7	30445	1235.74
湘西土家族苗族自治州	582.64	7.6	22094	466.70
张家界	542.40	8.7	35442	351.30

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，益阳市工业经济发展主要依赖装备制造、食品加工、竹木加工等九大支柱产业，工业经济实力不断增强

从产业结构来看，益阳市三次产业结构由2015年的18.6：42.1：39.3调整为2017年的17.2：38.8：44.0，地区经济以第二、三产业为主。2017年，益阳市三次产业对经济增长的贡献率分别为8.3%、34.1%和57.6%，第三产业对经济增长贡献率较高。

近年来，益阳市工业经济形成了装备制造、食品加工、竹木加工、纺织、化学、电力、建材、有色金属冶炼和造纸及纸制品业等九大支柱产业，支柱产业工业增加值

³ 环长株潭城市群以长沙、株洲、湘潭为中心，外围分别发展常德、岳阳、衡阳、娄底4个次级城市圈（带）。其中，长株潭都市区的区域范围除长沙、株洲、湘潭主城区外，望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市及益阳市中心城区均被纳入其中。

值约占益阳市工业增加值的 85%左右。

2015 年~2017 年，益阳市工业增加值分别为 514.3 亿元、540.5 亿元和 578.8 亿元。2017 年，益阳市九大支柱产业工业增加值同比增长 8.5%，工业增加值增速为 7.3%。同期，益阳市规模以上工业企业实现利润 78.0 亿元，较 2016 年增长 11.4%，其中九大支柱产业规模以上工业企业实现利润 67.0 亿元，占益阳市规模以上工业企业利润的比重为 85.9%。

在旅游、电子商务及房地产等产业的带动下，益阳市第三产业发展较快

近年来益阳市第三产业发展较快。2015 年~2017 年，益阳市第三产业增加值分别为 532.69 亿元、606.92 亿元和 732.18 亿元，同比分别增长 12.2%、11.3%和 11.6%。益阳市旅游资源比较丰富，拥有安化龙泉洞景区、沅江五湖生态水城旅游区、南县德昌公园等旅游景区。2015 年~2017 年，益阳市分别实现旅游总收入 177.8 亿元、147.1 亿元和 235.8 亿元；接待国内外游客分别为 2794 万人、2498 万人和 3832.3 万人次。益阳市电子商务等第三产业发展较快，2015 年，益阳市中南电子商务产业园获批国家电子商务示范基地，2016 年，益阳市电子商务交易额达到 202.40 亿元，同比增长 26.7%，规模居湖南省第四位。同时，益阳市对第三产业的投资力度不断加大，2015 年~2017 年，第三产业分别完成投资 502.70 亿元、581.22 亿元和 649.47 亿元。2017 年，益阳市完成房地产开发投资 119.03 亿元，同比增长 10.0%，其中住宅投资 85.39 亿元，同比增长 27.6%；施工面积 1337.79 万平方米，同比增长 5.2%；商品房屋销售面积 376.35 万平方米，同比增长 16.0%。

2018 年 1~11 月，益阳市规模工业增加值同比增长 8.0%，固定资产投资同比增长 10.2%，社会消费品零售总额为 642.29 亿元，同比增长 10.2%。

2. 安化县

安化县为益阳市下辖县（市）之一，位于资江中部、湘中偏北，是湖南省面积第三大县，盛产茶叶、中药材。截至 2017 年末，安化县下辖 5 个乡、18 个镇，总面积 4950 平方公里，其中山地面积占比 82%；常住人口 86.26 万人。

安化县地处山区，交通区位条件一般。近年来，安化县积极推动交通基础设施建设。2017 年，安化县完成交通基础设施建设投资 37.18 亿元，其中马安高速（马迹塘至安化东坪）加快推进，连接线路基拉通，安化大桥已建成通车，截至 2017 年末，安化县公路总里程达 10188.73 公里，其中高速公路里程达 88.73 公里、国道 226 公里、省道 525 公里、农村公路里程达 9349 公里，外通内畅的交通路网初步形成。

安化县茶叶、森林、风能、水能和矿产等资源丰富，拥有茶园 28 万亩，森林蓄积量 1694 万立方米，全县森林覆盖率达到 76%，可开发风能 40 万千瓦、水能 200 万千瓦，钨、金、锑、钒等矿产资源丰富，已探明的矿藏有 52 种。

图 1：安化县区位图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

作为欠发达山区县，近年来安化县得到国家较大力度的扶持，城市基础设施有所完善，经济实力不断增强

近年来国家加大对贫困偏远地区的扶持力度，安化县作为欠发达山区县，得到较大的扶持，经济实力不断加强。2015 年~2017 年，安化县分别实现地区生产总值 175.02 亿元、196.30 亿元和 221.26 亿元，同比分别增长 7.6%、7.6%和 8.4%。2017 年，安化县 GDP 总量在益阳市各区（县、市）排名第 4 位；人均 GDP 为 25650 元，在益阳市各区（县、市）中排名末位。

表 5：2017 年益阳市下辖各区（县、市）经济情况

单位：亿元

地区	GDP	GDP 增速 (%)	人均 GDP (元)	固定资产投资	社会消费品零售总额
赫山区	352.10	9.0	-	-	132.60
沅江市	293.48	8.7	42364	234.06	98.98
桃江县	256.01	8.4	32243	219.12	104.30
安化县	221.26	8.4	25650	169.21	110.92
南县	212.80	8.9	33507	85.69	81.10
资阳区	162.40	9.0	38474	134.20	64.80
大通湖区	43.43	6.1	40172	47.88	14.07

资料来源：公开资料，东方金诚整理

安化县强力推进园区建设，园区集聚能力显著增强。2017 年，通过调区、扩区，安化县新增园区企业 20 家，新申报规模工业企业 7 家；完成基础设施投资 10.3 亿元；新建标准化厂房 10.2 万平米，标准化厂房利用率达 100%，实现园区规模工业产值 59.6 亿元，规模工业增加值 12.6 亿元、工业税收 3.0 亿元。安化经济开发区成功升级为国家循环化改造示范试点园区。

安化县依靠较丰富的茶叶、中药材、水能、风能和矿产等资源，逐步形成了精制茶制造、矿产加工、电热生产和供应和医药制造等支柱产业，工业经济实力不断增强

安化县产业结构以第二、三产业为主，第二、三产业对经济增长贡献率较高。2017 年，安化县三次产业结构调整为 20.5: 34.8: 44.7；第一、二、三产业对经济增长的贡献率依次为 9.7%、22.5%和 67.8%。

依赖良好的地质条件和自然环境，安化县发展起以茶产业、养畜业和种植业为主的第一产业。2015 年~2017 年，安化县第一产业分别实现产值 65.3 亿元、72.6 亿元和 45.4 亿元。2017 年安化县实现茶叶总产量 6.6 万吨，综合产值 152 亿元，是我国茶叶生产大县。

受益于丰富的茶叶、中药材、水能、风能和矿产等资源，安化县逐步形成了精制茶制造、矿产加工、电热生产和供应、医药制造等支柱产业，工业经济实力不断增强。2015 年~2017 年，安化县规模以上工业总产值分别为 144.0 亿元、157.7 亿元和 274.9 亿元，同比分别增长 2.8%、9.9%和 7.1%。2017 年，安化县新增规模工业企业 12 家，总数达到 126 家，规模工业总产值同比增长 15.1%，规模工业增加值同比增长 6.0%。具体来看，安化县以茶叶加工为主的规模企业共有 60 家，实现加工产值 62.54 亿元，茶产业提质成长，华莱万隆黑茶产业化基地和华莱冷市三期工程、中茶安化第一茶厂改扩建等项目加快建设；传统产业方面，传统产业优化升级，新材料、新能源产业加快培育，金源新材料、金鑫新材料在新三板挂牌上市，力天高新、金源新材料、金鑫新材料等扩改项目稳步推进，安化首个风电项目——芙蓉山风电首台机组即将并网发电，安化（龙塘）生物科技园华晟生物热电联产项目开工建设；医药方面，中医药健康产业有力发展，新增种植基地 1.2 万亩，上海医药集团“湘中生态药谷”项目全面实施，中医药健康产业园启动征地拆迁。

安化县梅山文化、茶文化底蕴深厚，以此为特色的旅游业发展良好。2015 年~2017 年，安化县接待各类游客分别为 200.2 万人次、230.0 万人次和 425.0 万人次，同比分别增长 32.1%、22.2%和 44.8%，分别实现旅游综合收入 10.1 亿元、12.0 亿元和 35.0 亿元。旅游人数的增加带动了当地批发零售、交通运输等现代服务业的发展。同期，安化县社会消费品零售总额分别为 89.8 亿元、100.4 亿元和 110.9 亿元，同比分别增长 6.8%、6.1%和 10.4%；交通运输业生产总值分别为 9.36 亿元、9.53 亿元和 10.36 亿元。

2018 年 1~11 月，安化县规模工业总产值同比增长 13.8%，工业增加值同比增长 6.4%；固定资产投资同比增长 6.7%，其中，房地产开发投资同比增长 13.8%；实现社会消费品零售总额 97.71 亿元，同比增长 9.9%。

财政状况

1. 益阳市

近年来益阳市一般公共预算收入保持增长，财政实力较强

经济的快速发展推动了益阳市财政实力的不断提升。2016 年~2018 年，益阳市

一般公共预算收入分别为 68.03 亿元、69.64 亿元和 71.05 亿元，年均复合增长率为 2.20%，其中税收收入占比分别为 57.72%、61.51%和 68.25%，税收占比不断提高，质量有所上升。

表 6：2016 年～2018 年益阳市财政收支情况

单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
一般公共预算收入	68.03	69.64	71.05
其中：税收收入	39.27	42.84	48.49
非税收入	28.76	26.81	22.56
政府性基金收入	39.81	40.95	83.93
上级补助收入	223.70	227.93	—
一般公共预算支出	310.39	334.57	356.11
其中：刚性支出	170.04	183.68	199.45
政府性基金支出	37.01	45.80	75.36

资料来源：公开资料，东方金诚整理

受土地出让市场行情影响，近年来益阳市政府性基金收入大幅增长。2016 年～2018 年，益阳市政府性基金收入分别为 39.81 亿元、40.95 亿元和 83.93 亿元。2018 年，益阳市国有土地使用权出让收入为 59.48 亿元，同比增长 51.97%。考虑到政府性基金收入主要来自于国有土地使用权出让收入，易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，未来存在一定的不确定性。益阳市上级补助收入较高，2016 年～2017 年，益阳市上级补助收入分别为 223.70 亿元和 227.93 亿元，得到上级政府的支持力度较大。

近年来益阳市一般公共预算支出保持增长。2016 年～2018 年，益阳市一般公共预算支出分别为 310.39 亿元、334.57 亿元和 356.11 亿元，其中刚性支出⁴占比分别为 54.78%、54.90%和 56.01%，占比较高；同期，益阳市政府性基金支出分别为 37.01 亿元、45.80 亿元和 75.36 亿元；益阳市地方财政自给率⁵分别为 21.92%、20.82%和 19.95%，自给程度较低且逐年下降。

截至 2018 年末，益阳市本级政府性债务余额为 85.27 亿元，其中政府负有偿还责任的债务（一类债务）81.65 亿元，政府负有担保责任的债务（二类债务）2.48 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务（三类债务）1.14 亿元。

2. 安化县

近年来得益于上级补助收入的不断增加，安化县财政实力不断增强

2015 年～2017 年，安化县财政收入⁶分别为 48.68 亿元、53.38 亿元和 54.13 亿元，年均复合增长率为 5.45%，以上级补助收入为主。

⁴ 刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业以及医疗卫生等支出。

⁵ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

⁶ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

表 7：2015 年～2017 年安化县财政收入情况

单位：亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
一般公共预算收入	6.65	6.75	6.89
其中：税收收入	4.62	4.75	4.99
非税收入	2.04	2.00	1.90
政府性基金收入	2.58	2.43	0.61
上级补助收入	39.45	44.20	46.63
其中：返还性收入	0.60	0.63	0.75
一般性转移支付	21.79	24.07	27.00
专项转移支付	17.06	19.50	18.88
财政收入	48.68	53.38	54.13

资料来源：安化县财政局，东方金诚整理

2015 年～2017 年，安化县一般公共预算收入分别为 6.65 亿元、6.75 亿元和 6.89 亿元，占财政收入比重分别为 13.67%、12.64%和 12.72%。其中，税收收入分别为 4.62 亿元、4.75 亿元和 4.99 亿元，占一般公共预算收入比重分别为 69.40%、70.43%和 72.41%。安化县税收收入主要来源于增值税、企业所得税和个人所得税。2017 年，安化县以上三项税种收入占税收收入的比重分别为 51.58%、12.16%和 7.21%。分行业看，安化县前十大纳税企业所属行业主要为精制茶制造、矿产加工、水电和医药制造等经济支柱行业。

作为欠发达的山区县，安化县获得上级政府财政的支持力度很大。2015 年～2017 年，安化县上级补助收入分别为 39.45 亿元、44.20 亿元和 46.63 亿元，占财政收入比重分别为 81.04%、82.80%和 86.14%，财政收入对上级补助依赖较大。

安化县财政支出规模不断扩大，以一般公共预算支出为主，财政自给率很低

2015 年～2017 年，安化县财政支出⁷分别为 52.50 亿元、57.18 亿元和 59.07 亿元，其中一般公共预算支出占比分别为 89.56%、94.13%和 95.83%。

⁷ 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

表 8：2015 年～2017 年安化县财政支出情况

单位：亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
一般公共预算支出	47.01	53.83	56.60
其中：一般公共服务	5.69	5.79	5.60
教育	9.14	10.21	11.73
社会保障和就业	6.33	6.69	7.42
医疗卫生	5.60	6.21	6.30
政府性基金支出	4.55	3.23	2.36
上解上级支出	0.22	0.12	0.11
财政支出	52.50	57.18	59.07

资料来源：安化县财政局，东方金诚整理

2015 年～2017 年，安化县一般公共预算支出分别为 47.01 亿元、53.83 亿元和 56.60 亿元，年均复合增长率为 9.72%。其中刚性支出占比分别为 56.91%、53.68%和 54.85%。同期，安化县地方财政自给率分别为 14.15%、12.54%和 12.17%，财政自给率水平很低。

截至 2017 年末，安化县政府债务余额为 36.29 亿元，其中政府负有偿还责任的债务余额为 32.80 亿元，全额计入政府债务限额管理；政府负有担保责任的债务余额为 0.88 亿元，减半计入政府债务限额管理；政府可能承担一定救助责任的债务余额为 2.61 亿元，不计入政府债务限额管理。

2018 年 1～11 月，安化县实现一般公共预算收入 6.5 亿元，同比增长 4.7%，一般公共预算支出 51.8 亿元，同比下降 11.6%。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来源于基础设施建设和土地开发整理业务，近年来有所波动

公司营业收入主要来源于基础设施建设和土地开发整理业务。2015 年～2017 年，公司营业收入分别为 31461.88 万元、27193.26 万元和 45248.58 万元，其中基础设施建设和土地开发整理业务收入合计占比分别为 60.94%、76.58%和 81.45%。受公司在建项目完工进度和工程结算的影响，近年来公司确认的基础设施建设收入大幅增长。

租赁、医药批发零售和房地产销售业务收入为公司营业收入的重要补充。2015 年～2017 年，公司租赁和医药批发零售业务收入基本稳定，而房地产销售业务收入持续下降，稳定性较差。

表9：2015年~2017年公司营业收入情况

单位：万元、%

类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	31461.88	100.00	27193.26	100.00	45248.58	100.00
基础设施建设	7771.22	24.70	15789.93	58.07	31179.19	68.91
土地开发整理	11400.91	36.24	5033.77	18.51	5675.43	12.54
租赁	3023.00	9.61	2951.96	10.86	3303.12	7.30
医药零售批发	2054.47	6.53	2507.72	9.22	3163.93	6.99
房地产销售	6810.62	21.65	444.08	1.63	8.73	0.02
其他	401.66	1.28	465.81	1.71	1918.17	4.24
毛利润	7941.30	100.00	5826.39	100.00	8678.57	100.00
基础设施建设	1295.20	16.31	2631.65	-	4953.13	-
土地开发整理	1939.00	24.42	838.96	-	945.91	-
租赁	2173.18	27.37	1809.08	-	2147.53	-
医药零售批发	85.30	1.07	468.59	-	685.39	-
房地产销售	2101.31	26.46	-18.50	-	-181.49	-
其他	347.31	4.37	96.60	-	128.09	-
综合毛利率	25.24		21.43		19.18	
基础设施建设	16.67		16.67		15.89	
土地开发整理	17.01		16.67		16.67	
租赁	71.89		61.28		65.02	
医药零售批发	4.15		18.69		21.66	
房地产销售	30.85		-4.17		-2079.66	
其他	86.47		20.74		6.68	

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司基础设施建设和土地开发整理业务毛利率保持稳定，医药批发零售和房地产销售业务毛利率波动较大。2015 年~2017 年，公司毛利润分别为 7941.30 万元、5826.39 万元和 8678.57 万元；公司毛利率分别为 25.24%、21.43%和 19.18%。

基础设施建设

公司主要承担安化县范围内旧城改造、道路工程等基础设施建设任务，业务具有较强的区域专营性

公司主要负责安化县范围内旧城改造、道路工程等基础设施建设，该业务主要由子公司安化城投和创圆建投负责。公司基础设施建设采用代建和自建模式，其中代建模式下，根据安化城投与安化县政府签订委托代建协议，安化城投负责项目建设资金的筹集、支付和管理以及工程施工等。安化城投每年末就建设项目与安化县政府进行结算，安化县财政局每年根据经审计的项目成本加成 20%与公司结算，公司据此基础设施建设收入，并结转相关成本。公司自建模式不确认建设收入，待项目完工后由创圆建投负责运营管理。

近年来，公司先后建设了城市棚户区改造项目、黄沙坪古茶市、莨江农贸市场、驾考考场和梅城污水处理项目等。目前，安化县旧城改造工作尚处于起步阶段，道路

等基础设施相对不完善，预计未来公司将继续承接大量基础设施建设任务。2015年~2017年，公司基础设施建设业务分别实现收入 7771.22 万元、15789.93 万元和 31179.19 万元。

表 10：2015 年~2017 年公司基础设施建设项目结转成本和收入确认情况

单位：万元

项目名称	结转成本	确认收入
防洪堤工程	1205.25	1446.29
莨江农贸市场	812.40	974.87
黄沙坪古茶市	786.24	943.49
其他	3672.13	4406.56
2015 年合计	6476.02	7771.22
驾考场	5913.90	7096.68
梅城污水处理	1157.36	1388.83
防洪堤工程	864.50	1037.40
S224 梅城绕城公路	2250.00	2700.00
其他	2972.51	3567.02
2016 年合计	13158.27	15789.93
镇东桥改造项目	102.80	123.36
防洪堤工程	774.35	929.23
黄沙坪古茶市	456.09	547.31
2013 年公租房项目	440.59	528.71
迎春路棚改项目	381.44	457.73
莨江农贸市场	17237.55	20392.98
驾考场	2805.70	3366.84
迎春路项目	223.84	268.61
S224 梅城绕城公路	954.00	1144.80
梅城管网工程	1782.82	2139.39
驾培中心	1066.87	1280.24
2017 年合计	26226.06	31179.19

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建基础设施项目投资额较大，面临较大的资本支出压力

截至 2017 年末，公司重点在建项目为 S224 梅城绕城公路、防洪堤工程、黄沙坪古茶市和莨江农贸市场等项目，计划总投资额为 116366.19 万元，已完成投资 55116.42 万元，尚需投资 61249.77 万元。其中，代建项目由安化城投负责，并均与安化县政府签订了委托代建合同；自建项目由创圆建投负责。

莨江农贸市场属于安化县 2015 年 18 项重点工程项目之一，位于安化县东坪镇中心城区。莨江农贸市场集农贸市场、地下车库、商铺和居民住宅于一体，用地面积 17621.38 平方米，建设内包括新建农产品区、百货商品区、物流配送区、小商品区和服装区，同时配套建设绿化、道路、广场、给排水等基础设施。莨江农贸市场项目总投资 23000.00 万元。该项目建成后将为安化县居民提供一个有序、卫生

的农贸市场，有利于安化县农产品交易的发展。

表 11：截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目情况

单位：万元

项目名称	建设模式	计划投资额	已完成投资额	尚需投资额	建设周期
防洪堤工程	代建	41832.00	8721.01	33110.99	-
黄江农贸市场	代建	23000.00	19662.48	14425.56	-
S224 梅城绕城公路	代建	12500.00	3251.88	9248.12	-
驾考考场	代建	9000.00	8719.60	280.40	-
安化县垃圾处理项目	代建	7800.00	1271.51	6528.49	-
梅城污水处理项目	代建	7800.00	5252.24	2547.76	-
黄沙坪古茶市	代建	5590.00	3940.61	1649.39	-
陶澍文化广场项目	代建	3000.00	2791.38	208.62	-
省道 224 ⁸	自建	4265.73	1271.96	2993.77	5 年
开元驾校场地修整	自建	1578.46	233.75	1344.71	5 年
合计	-	116366.19	55116.42	61249.77	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司无拟建基础设施项目。

土地开发整理

公司主要负责安化县内土地征收、拆迁和开发整理等工作，近年来公司土地开发整理收入波动较大，且该业务易受房地产市场等因素影响，未来存在一定的不确定性

公司土地开发整理业务由子公司安化城投负责。安化城投与安化县国土资源局（以下简称“安化国土局”）签订项目合作协议，由安化城投负责土地开发整理项目资金的筹集和土地征收、拆迁和开发整理等工作。待项目完工后，安化城投将土地移交给安化国土局进行收储。安化城投每年就土地开发整理项目与安化县政府进行结算，根据最终经审核确认的年度开支投资总额的 20%比例确认为当年土地开发整理收入，并结转相关成本。

自成立以来，公司主要对安化县东坪镇玉溪村、城西片区和梅城北区等地块进行了开发整理工作。2015 年~2017 年，公司分别确认土地开发整理收入 11400.91 万元、5033.77 万元和 5675.43 万元。受安化县土地出让计划安排和国家政策影响，土地开发整理业务收入存在一定的不确定性。

⁸ 省道 224 系 S224 梅城绕城公路的改道道路，属于工业园区道路，未与政府签订代建协议。

表 12：2015 年～2017 年公司土地开发整理业务情况

单位：亩、万元

项目名称	土地面积	结转成本金额	确认收入金额
梅城北区	74.65	2239.46	2687.35
城西片区	148.82	4464.66	5357.59
玉溪土地	86.23	2586.95	3104.34
其他	—	170.84	251.63
2015年合计	309.70	9461.91	11400.91
玉溪土地	—	3147.84	3777.41
东坪镇南区	—	126.00	151.20
城西片区	—	841.97	1010.36
梅城南桥	—	79.00	94.80
2016年合计	—	4194.81	5033.77
玉溪土地	—	4729.53	5675.43
2017年合计	—	4729.53	5675.43

资料来源：公司提供，东方金诚整理

租赁

近年来公司租赁业务收入和毛利润有所波动，是营业收入和毛利润的重要来源

公司租赁业务由本部和子公司创圆建投负责，公司已出租的资产为政府划拨的商铺、办公楼等房屋类资产，主要位于县政府所在的东坪镇，地段位置较好，总面积为 20.37 万平方米。

近年来，公司资产出租对象以当地企业和个体户为主，出租率维持在 90%以上。2015 年～2017 年，公司租赁业务分别实现收入 3023.00 万元、2951.96 万元和 3303.12 万元；毛利润分别为 2173.18 万元、1809.08 万元和 2147.53 万元；毛利率分别为 71.89%、61.28%和 65.02%。

公司在建可供租赁的标准化厂房投资额较大，面临较大的资本支出压力

公司在建的可供租赁项目均由创圆建投负责，截至 2017 年末，公司在建的可供租赁项目主要有安化县中医药产业园、中国黑茶产业园和江南工业园等，计划总投资为 42.80 亿元，已完成投资 8.05 亿元，尚需投资 34.74 亿元，面临较大的资本支出压力。

茶产业是安化县的经济支柱产业，但目前安化县内无成规模的茶叶批发、销售集散场所。公司在建的中国黑茶产业园项目将建成信息管理区、黑茶交易区、加工仓储区、物流配送区、和配套服务区五大分区，为安化县黑茶交易提供一个良好的平台。该项目规划用地面积 42.58 万平方米，建成后有利于形成安化县黑茶产销的良性循环，促进当地经济发展。

表 13：截至 2017 年末公司主要在建可供租赁项目情况

单位：万元

项目名称	建设模式	计划投资额	已完成投资额	尚需投资额	建设周期
县城东部新区 ⁹	自建	24620.01	220.52	24399.49	5 年
中国黑茶产业园	自建	181590.06	78660.42	102929.64	5 年
安化县中医药产业园	自建	192381.12	218.36	192162.76	5 年
江南工业园	自建	29364.51	1423.12	27941.39	5 年
合计	-	427955.70	80522.42	347433.28	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司拟建的标准化厂房为本期债券募投项目，预计总投资 11.03 亿元。截至 2018 年 11 月末，本期债券募投项目主要完成征地拆迁和场地平整，建设周期为 24 个月，预计未来本期债券募投项目可带来每年 1.15 亿元的收入，年利润总额增加 0.72 亿元，将成为公司营业收入和利润的重要补充。

医药批发零售

近年来公司医药批发零售业务期间费用增长较快，净利润连续出现亏损

公司主要从事安化县范围内医药批发零售业务，主要产品包括处方药、中成药、中药饮片、抗生素制剂、生物制品和医疗器械等。该业务由公司子公司医药总公司负责¹⁰。

医药总公司成立于 1956 年 6 月，是安化县境内唯一一家具备药品批发资质的企业。2011 年，安化县政府授权公司管理医药总公司。2017 年末，医药总公司资产总额为 1969.92 万元，净资产-906.94 万元¹¹。

采购方面，医药总公司的供应商主要包括医药生产企业以及省、市级的医药批发代理商。2015 年~2017 年，医药总公司采购金额分别为 1969.18 万元、2039.14 万元和 2478.53 万元。销售方面，医药总公司将药品运输、仓储之后，根据客户需求进行统一销售，销售对象主要包括安化县内一级公立医院、各级乡镇卫生所、药品零售店等医疗服务机构，同时，医药总公司经营三家直营药品零售店，销售对象以当地居民为主。

2015 年~2017 年，公司医药批发零售业务分别实现收入 2054.47 万元、2507.72 万元和 3163.93 万元。由于医药总公司是安化县唯一一家国有医药公司，得到政府有力的支持，2016 年开始向安化县内一级公立医院、各级乡镇卫生所销售医药，销售单价比药品零售销售单价高，因此收入增长，外加新增自制饮片销售业务，致使毛利润大幅回升。

近年来医药总公司期间费用增长较快，净利润连续出现亏损。2015 年~2017 年，医药总公司期间费用分别为 720.60 万元、766.56 万元和 784.97 万元，主要为销售费用和管理费用；同期，医药总公司净利润分别为-329.62 万元、-308.62 万元和-191.19 万元。

⁹ 县城东部新区项目属于公司黑茶产业园项目前期规划名称，与公司在建的中国黑茶产业园项目职能相同但由于地理规划位置不同，故用不同名称以作区分。

¹⁰ 医药总公司已获得湖南省食品药品监督管理局颁发的《药品经营许可证》（湘 AA7370112）。

¹¹ 医药总公司净资产为负主要是由于 2012 年及之前年度亏损较大所致。

房地产销售

近年来，受公司房地产尾盘销售影响，公司房地产销售业务收入大幅减少，未来存在一定的不确定性

公司房地产销售业务为子公司安化城投负责。2015 年~2017 年，公司实现房地产销售收入分别为 6810.62 万元、444.08 万元和 8.73 万元，主要为公司开发完成的县城南区经济适用房小区项目对外销售实现的收入，毛利润分别为 2101.31 万元、-18.50 万元和 -181.49 万元，其中 2016 年和 2017 年公司房地产销售收入大幅下降主要系鑫源和金土佳苑尾盘销售所致，毛利润为负系前期成本摊销所致。

截至 2017 年末，公司在建的商品房为吉祥佳苑小区，计划总投资 15000.00 万元，累计投资 2000.00 万元。该项目已于 2017 年开工，预计 2019 年开始对外销售。受房地产政策的影响，公司房产销售收入未来存在一定的不确定性。

外部支持

公司是安化县重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面得到股东及相关各方的有力支持

除公司外，安化县内还有安化县扶贫开发投资有限责任公司和安化县交通建设投资开发有限公司等基础设施建设主体，分别从事安化县内棚户区改造和道路建设工作。公司是安化县资产规模最大的综合性基础设施建设主体，在地区开发建设中具有重要地位，得到了股东及相关各方的有力支持。

资产划拨方面，2011 年，公司收到安化县政府无偿划拨的安化城投全部股权及医药总公司管理权¹²；2012 年，公司收到安化县国土资源局注入总面积约为 22 万平方米的房产；2013 年公司收到安化县政府无偿划拨的创圆建投全部股权¹³。另外，2012 年~2014 年，公司累计收到安化县政府划拨的总面积为 131.86 万平方米、评估价值 19.30 亿元的土地使用权；2016 年，公司收到安化县政府无偿划拨的廖家坪水库、红岩水库和将军水电站等资产，合计评估价值为 6.47 亿元¹⁴。

财政补贴方面，2015 年~2017 年，公司分别收到财政补贴 0.95 亿元、0.82 亿元和 0.64 亿元，主要为安化县财政局拨付的企业发展资金专项补贴和企业经费及绩效补贴。

企业管理

产权结构

截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 11000.00 万元；安化县财政局持有公司 100% 股权，安化县财政局是公司的实际控制人。

¹² 安政函[2011]54 文件和安政函[2011]55 号文件。

¹³ 安政函[2013]68 号文件。

¹⁴ 安财资函[2016]321 号文件。

治理结构

公司不设股东会，由安化县财政局履行出资人职责。公司设董事会、监事会和经理层。

公司董事会成员为 9 人，其中职工董事 1 人，设董事长 1 人。除职工董事外，其他董事会成员由出资人委派。

公司监事会成员 11 人，其中职工监事 4 名。公司非职工监事由出资人委派，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由监事会从监事会成员中选举产生。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 人，可设副总经理。公司总经理、副总经理由董事会聘任或解聘，负责公司的日常生产经营和管理工作。董事会成员经出资人批准可兼任总经理、副总经理。

管理水平

公司设置了相关的职能部门，包括财务资产管理部、综合部和投融资部。同时，公司制定了财务管理制度、工程管理制度、行政管理制度和人力资源管理制度等相关内部控制制度。

子公司管理方面，无偿划拨获得的子公司经营较为独立，公司对子公司的管控能力仍有待增强。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，对资金管理、费用管理等进行了详细的规定，加强了企业的资金管理和费用成本控制能力，提高了公司整体的经济效益。

工程管理方面，公司在工程现场管理，工程质量、进度、安全管理、紧急事故应急管理等方面都制定了相应细则，规范了公司项目的质量、进度、安全及成本控制等环节的日常管理。

综合看来，公司建立了必要的治理结构和内部组织架构，管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

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

截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 6 家，具体见表 1。

资产构成与资产质量

公司资产以流动资产为主，但流动资产以存货、应收账款和其他应收款为主，且受限资产占比较高，资产流动性较差

2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 54.60 亿元、85.09 亿元和 102.12 亿元。同期，公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产比重分别为 68.51%、68.38%和 70.35%。

1. 流动资产

2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 37.40 亿元、58.18 亿元和 71.84 亿元，增长较快主要系货币资金增加较快所致。2017 年末，公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款和其他应收款构成，上述四项合计占流动资产比重为 98.63%。

近年来公司货币资金增长较快，2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 4.03 亿元、16.98 亿元和 27.14 亿元，主要为新增银行借款和发行债券规模较大所致。

2015 年~2017 年末，公司存货分别为 20.27 亿元、20.86 亿元和 20.53 亿元，占流动资产比重分别为 54.19%、35.84%和 28.57%。2017 年，公司存货中土地资产 19.13 亿元，均已取得土地使用权证，并缴纳土地出让金，占存货的比重为 93.21%。

2015 年~2017 年末，公司应收账款分别为 7.94 亿元、10.39 亿元和 12.29 亿元。2017 年末，公司应收账款对象主要为安化县财政局、安化县国土资源局和安化县水务局，三者合计欠款金额 12.16 亿元，资产流动性受上述单位还款安排影响较大，未来存在一定的不确定性。2017 年末，公司计提坏账准备 125.36 万元，从账龄上看，一年以内的应收账款占比为 77.70%，1~2 年的应收账款占比为 13.58%，2~3 年的应收账款占比为 0.11%，3 年以上的应收账款占比为 8.62%。

公司其他应收款主要为与关联单位和政府部门的往来款。2015 年~2017 年末，公司其他应收款分别为 4.40 亿元、7.11 亿元和 10.91 亿元。2017 年末，公司其他应收款前五名应收对象分别为安化县扶贫开发投资有限责任公司¹⁵、安化县交通建设投资开发有限公司¹⁶、安化县污水处理工程建设指挥部、安化县经济开发区管理委员会和安化县城南区管理委员会财政所，合计欠款余额为 4.86 亿元，账龄以 1 年以内和 1~2 年为主；公司对其他应收款计提坏账准备 0.43 亿元。

2. 非流动资产

2015 年~2017 年末，公司非流动资产分别为 17.20 亿元、26.90 亿元和 30.28 亿元。2017 年末，公司非流动资产以投资性房地产、固定资产和在建工程为主，合计占非流动资产比重为 95.62%。

公司投资性房地产主要为政府划拨的经营性房产。2015 年~2017 年末，公司投资性房地产分别为 11.54 亿元、11.63 亿元和 11.74 亿元，占非流动资产比重分别为 67.10%、43.22%和 38.79%。

2015 年~2017 年末，公司固定资产分别为 2.07 亿元、8.96 亿元和 8.67 亿元，主要为房屋及建筑物，2016 年末固定资产大幅增加主要系安化县财政局将水务局系统相关优质国有资产划转至公司所致。同期，公司在建工程分别为 2.88 亿元、4.98 亿元和 8.53 亿元，2017 年末公司在建工程主要为中国黑茶产业园等自建的可租赁项目成本。

截至 2017 年末，公司不存在资产被查封、冻结等情况，公司受限资产¹⁷为已抵押的存款定单、土地使用权和房屋所有权，其中受限的存款定单为 4.50 亿元，土

¹⁵ 系安化县财政局全资子公司。

¹⁶ 系安化县财政局全资子公司。

¹⁷ 公司受限资产不包括用于长期借款抵押担保的安房权证东坪字第 711001912 号、安房权证东坪字第 711004863 号、安房权证东坪字第 711001911 号、安国用（2013）第 005015 号土地使用权、安他项（2016）第 000004 号土地使用权、安国用（2014）第 04522 号土地使用权，以上资产抵押合计取得借款为 85000.00 万元。

地使用权账面价值为 10.38 亿元，受限的房屋所有权价值为 9.89 亿元，合计金额为 24.77 亿元，占总资产的比例为 24.25%，受限资产占比较高。

资本结构

近年来得益于安化县政府向公司注入土地、股权等资产，公司所有者权益规模持续增加

2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 35.49 亿元、42.91 亿元和 43.40 亿元。

2017 年末，公司实收资本为 1.10 亿元，所有者权益比例为 2.53%；资本公积为 37.36 亿元，所有者权益比重为 86.08%，主要由安化县政府向公司注入的土地、房产和股权等资产累计形成；公司未分配利润和盈余公积合计为 4.94 亿元，所有者权益比例为 11.38%，未分配利润主要由历年净利润累积形成。

随着在建项目投资额的增加，公司负债规模逐渐扩大，公司负债以非流动负债为主

2015 年~2017 年末，公司负债总额分别为 19.11 亿元、42.17 亿元和 58.72 亿元；公司负债结构以非流动负债为主，占比分别达到 53.97%、66.44%和 61.38%。

1. 流动负债

2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 8.80 亿元、14.16 亿元和 22.68 亿元。2017 年末，公司流动负债以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，上述两项合计占流动负债比重达到 89.38%。

公司其他应付款主要为往来款。2015 年~2017 年末，公司其他应付款分别为 6.05 亿元、9.70 亿元和 16.82 亿元。2017 年末，公司其他应付款主要为应付安化县财政局及其他关联单位往来款；从账龄分布来看，1 年以内其他应付款占比为 61.18%，1~2 年其他应付款占比为 36.03%。

2015 年~2017 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.28 亿元、2.89 亿元和 3.45 亿元，占流动负债比例分别为 14.53%、20.39%和 15.21%。

2. 非流动负债

2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 10.32 亿元、28.02 亿元和 36.04 亿元。2017 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 9.26 亿元、13.28 亿元和 19.21 亿元。2017 年末，公司长期借款同比增长 44.71%，主要为创圆建投用于中国黑茶产业园等项目建设借款，其中抵押借款 3.68 亿元，质押借款 7.05 亿元，信用借款 8.48 亿元。

2015 年~2017 年末，公司长期应付款分别为 0.96 亿元、6.74 亿元和 8.80 亿元，2017 年长期应付款同比增长 30.57%，主要为安化县财政局政府置换债券 4.15 亿元和与安化县内医院的往来款 3.87 亿元等。

公司应付债券主要是 2016 年联合益阳市龙岭建设投资有限公司、桃江县竹乡国有资产运营有限公司发行的 12.00 亿元“16 益阳集合债 01/16 益集 01”和 12.00 亿元的“16 益阳集合债 02/16 益集 02”，其中公司募集资金共 8.00 亿元。2016

年~2017 年末，公司应付债券均为 7.88 亿元。

公司全部债务规模持续增长，债务率水平上升较快

有息债务方面，2015 年~2017 年末，公司全部债务分别为 10.94 亿元、22.69 亿元和 29.72 亿元，占负债总额的比重分别为 57.24%、53.79%和 50.62%。公司全部债务以长期有息债务为主，2015 年~2017 年末，公司长期有息债务分别为 9.75 亿元、21.86 亿元和 27.59 亿元，占全部债务的比重分别为 89.17%、96.34%和 92.84%。

2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 35.00%、49.57%和 57.50%；全部债务资本化比率分别为 23.56%、34.58%和 40.65%，债务率水平持续上升。

3. 对外担保

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 25.70 亿元，被担保对象主要为安化县政府单位和关联单位等，目前均正常经营，代偿风险较小。

表 14：截至 2017 年末公司对外担保情况

单位：万元

被担保方名称	担保金额	担保方式	到期期限
安化县水务建设投资有限公司	6000.00	保证	2019 年 3 月
安化县羽城建设投资有限公司	65000.00	保证	2031 年 9 月
安化县羽城建设投资有限公司	58000.00	保证	2041 年 9 月
安化县羽城建设投资有限公司	30000.00	保证	2023 年 7 月
安化县羽城建设投资有限公司	29000.00	保证	2032 年 4 月
安化县羽城建设投资有限公司	6000.00	保证	2019 年 11 月
安化县羽城建设投资有限公司	4000.00	保证	2032 年 9 月
安化县水务建设投资有限公司	29000.00	保证	2032 年 4 月
湖南省保障性安居工程投资有限公司	15000.00	抵押担保	2032 年 9 月
安化县非税收入征收管理局	15000.00	抵押担保	2034 年 12 月
合计	257000.00	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

公司利润总额对政府补贴收入的依赖性较强，整体盈利能力较弱

2015 年~2017 年，公司营业收入分别为 3.15 亿元、2.72 亿元和 4.52 亿元，2017 年营业收入大幅增加主要系基础设施建设收入增多所致。同期，公司营业利润率逐年下降，分别为 22.48%、20.86%和 18.75%。

2015 年~2017 年，公司期间费用分别为 0.36 亿元、0.34 亿元和 0.98 亿元，其中财务费用分别为 0.17 亿元、0.14 亿元和 0.59 亿元。同期，公司期间费用占营业收入比重分别为 11.34%、12.52%和 21.65%，占比逐年上升。

公司利润总额对政府补贴收入的依赖性较强。2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 1.30 亿元、1.11 亿元和 0.58 亿元，同期公司获得政府补贴收入分别为 0.95 亿元、0.82 亿元和 0.64 亿元，占利润总额比重分别为 72.89%、73.52%和 109.33%，利润总额对财政补贴的依赖进一步加大。

2015 年~2017 年，公司总资本收益率分别为 2.77%、1.68%和 1.57%；净资产收益率分别为 3.28%、2.23%和 1.13%，整体盈利能力较弱。

现金流

公司经营和投资活动净现金流波动较大，资金来源对筹资活动具有较大的依赖性

2015 年~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 9.04 亿元、15.16 亿元和 31.19 亿元，主要为公司收到政府财政补贴和往来款等形成的现金流入；经营活动现金流出分别为 9.21 亿元、12.38 亿元和 38.50 亿元，主要为公司支出项目工程款、往来款和各项费用等形成的现金流出。2015 年~2017 年，公司经营活动产生的现金流净额为-0.17 亿元、2.78 亿元和-7.31 亿元。总体来看，公司经营性现金流对波动性较大的政府财政补贴和往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

2015 年~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 0.03 亿元、0.52 亿元和 1.86 亿元；投资活动现金流出分别为 0.90 亿元、1.81 亿元和 0.54 亿元，主要公司为确保闲置资金的保值增值而购买理财产品的支出；投资活动产生的现金流量净额分别为-0.87 亿元、-1.29 亿元和 1.32 亿元。

2015 年~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 4.86 亿元、12.43 亿元和 15.61 亿元，主要为因为公司通过银行贷款、发行债券等方式融资取得的借款；筹资活动现金流出分别为 1.09 亿元、0.97 亿元和 3.96 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动产生的现金流净额分别为 3.77 亿元、11.46 亿元和 11.65 亿元。总体来看，公司现金流对外部筹资依赖较大。同时，公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的筹资压力。

2015 年~2017 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 2.73 亿元、12.95 亿元和 5.66 亿元，总体现金状况有所改善。

偿债能力

考虑到公司业务区域专营性较强，其经营和发展得到了股东及相关各方的有力支持，综合偿债能力较强

从短期偿债能力来看，2015 年~2017 年末，公司流动比率分别为 425.22%、411.04%和 316.81%，速动比率分别为 194.80%、263.70%和 226.29%，现金比率分别为 45.79%、119.94%和 119.66%。虽然公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收账款占比较高，整体的资产流动性较弱，但 2016 年末和 2017 年末货币资金较多，对流动负债的保障能力较好。

从长期偿债能力来看，2015 年~2017 年末，公司长期债务资本化比率分别为 21.56%、33.75%和 38.87%。2015 年~2017 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 7.19 倍、14.72 倍和 13.42 倍，2017 年公司 EBITDA 对债务保障程度有所提高，但保障水平仍然较低。同期，公司筹资前现金流量净额债务保护倍数分别为-0.09 倍、0.07 倍和-0.20 倍，且公司经营性现金流对波动性较大的往来款和基础设施项目回购款依赖很大，公司现金流对债务保障程度较弱。

本期债券拟发行额不超过 7.00 亿元，按 7.00 亿元计算，是公司 2017 年末全

部债务和负债总额的 0.24 倍和 0.12 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，公司的负债总额、资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 65.72 亿元、60.23% 和 45.83%，对公司现有资本结构影响较大。

本期债券设置了本金分期偿还条款，如本期债券于 2019 年发行，公司将在 2022 年~2026 年分别按照本期债券发行总额的 20%，即每年 1.40 亿元偿还本期债券本金。根据这一偿债条款，若公司在本期债券存续期内无其他新增债务，则各年的到期债务分布见下表。

表 15：截至 2017 年末公司现有债务期限结构表

单位：万元

债务到期时间	本期债券 摊还额	“16 益阳集合债 01/16 益 集 01”及“16 益阳集合债 02/16 益集 02” ¹⁸ 摊还额	其他现有债务本 金到期偿还金额	合计
2018 年	0.00	0.00	30223.00	30223.00
2019 年	0.00	16000.00	32384.00	48384.00
2020 年	0.00	16000.00	37184.00	53184.00
2021 年	0.00	16000.00	23684.00	39684.00
2022 年	14000.00	16000.00	25184.00	55184.00
2023 年	14000.00	16000.00	16684.00	46684.00
2024 年	14000.00	0.00	8684.00	22684.00
2025 年	14000.00	0.00	7150.00	21150.00
2026 年及以后	14000.00	0.00	37250.00	51250.00
合计	70000.00	80000.00	218427.00	368427.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司货币资金对流动负债的保障能力较好，但现金流对债务的保障程度较弱。考虑到公司是安化县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，股东及相关各方对公司提供了有力的支持，东方金诚认为公司的偿债能力较强。

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，截至 2018 年 10 月 10 日，公司本部尚无到期贷款，未结清贷款中无关注类或不良（违约）贷款。截至本报告出具日，公司联合益阳市龙岭建设投资有限公司、桃江县竹乡国有资产运营有限公司发行了“16 益阳集合债 01/16 益集 01”和“16 益阳集合债 02/16 益集 02”，已按时支付到期利息。

抗风险能力

基于对益阳市及安化县经济实力、公司业务区域专营优势、股东及相关各方

¹⁸公司应付债券中“16 益阳集合债 01/16 益集 01”和“16 益阳集合债 02/16 益集 02”按照发行面值计算本金到期偿还金额。

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。

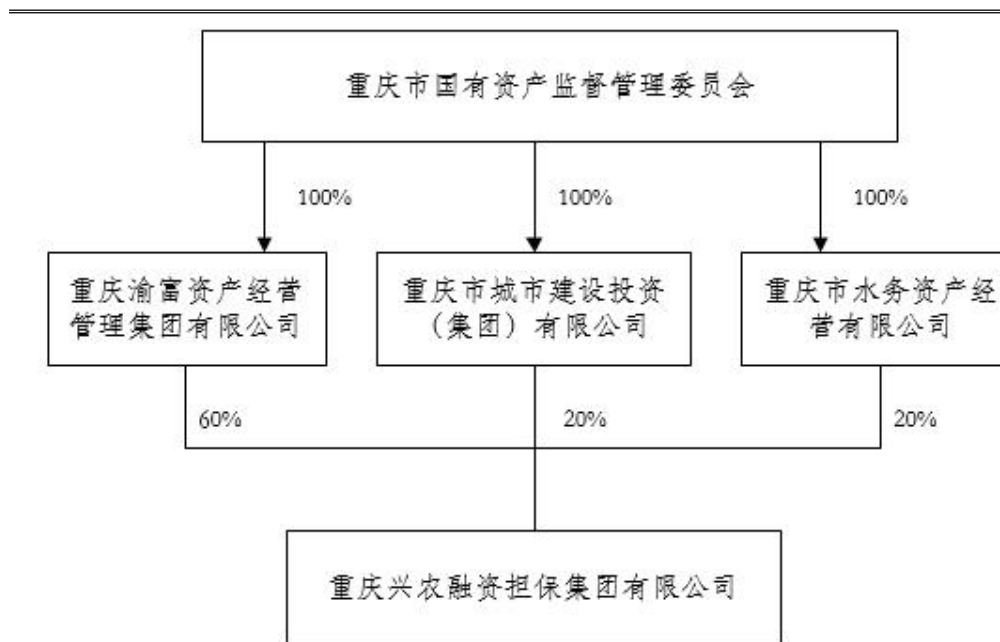
增信措施

根据兴农担保集团出具的《担保函》，兴农担保集团对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。兴农担保集团保证担保的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

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

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涉农政策性担保公司，注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“城建集团”）和重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资产”）按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳，首期实缴金额为 10.00 亿元。此后，三家股东于 2012 年、2014 年和 2015 年分期缴纳 1.70 亿元、3.30 亿元和 4.50 亿元，兴农担保集团实收资本增加至 19.50 亿元。2017 年 10 月，三家股东补充实收资本金 8.20 亿元，同时兴农担保集团通过留存收益转增实收资本 1.80 亿元。截至 2017 年末，兴农担保集团实收资本上升至 29.50 亿元，其股权结构如下图所示。

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

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。

截至 2017 年末，兴农担保集团总资产规模为 223.73 亿元，较年初增长 43.13%，主要是由于子公司兴农资产管理累计收到政府拨入扶贫专项资金共计 129.84 亿元¹⁹所致。兴农担保集团主要从事融资担保业务，子公司分别提供价格评估、资产经营管理、电子商务和股权投资等其他金融服务，形成了覆盖全市农村产权抵押融资服务的“1+26+4”伞形担保体系架构和融资担保服务产业链。2017 年，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，东方金诚评定兴农担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。兴农担保集团综合财务实力很强，对本期债券提供的连带责任保证担保具有极强的增信作用。

结论

东方金诚认为，近年来湖南省益阳市安化县经济保持快速增长，逐步形成了精制茶制造、矿产加工、电热生产和供应、医药制造等支柱产业，经济实力有所增强；公司主要从事安化县旧城改造、道路工程等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；公司在资产划拨和财政补贴等方面得到股东及相关各方的有力支持。

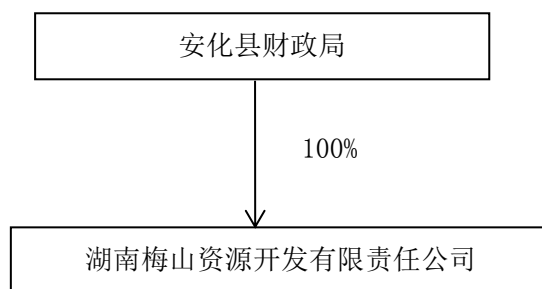
同时，东方金诚也关注到，公司在建基础设施项目和可供租赁项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收账款占比较高，资产流动性受土地出让市场行情和主要欠款单位还款情况影响较大，未来存在较大的不确定性；近年来，公司负债规模保持较快增长，债务率水平上升较快；公司经营和投资活动净现金流波动较大，资金来源对筹资活动具有较大的依赖性。

兴农担保集团对本期债券按期偿付本息提供的连带责任保证担保，具有极强的增信作用。

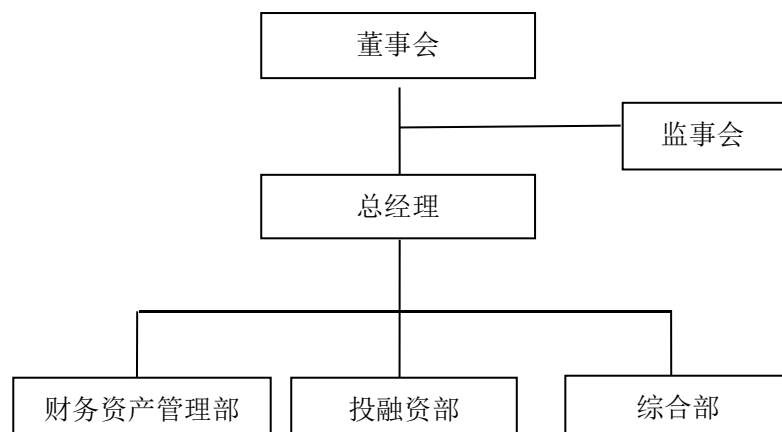
东方金诚评定公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定。基于对公司主体信用和本期债券偿付保障措施的分析 and 评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

¹⁹ 本期兴农资产管理累计收到政府拨入扶贫专项资金共计 129.84 亿元，其中市财政拨入资本金 24.40 亿元，计入“资本公积”列报；国开行及农发行共拨入资本金 12.31 亿元，计入“少数股东权益”列报；国开行及农发行已发放政策性贷款共计 93.13 亿元，计入“其他非流动负债”列报。同时，兴农资产管理公司本期共累计拨付各区县扶贫专项资金 113.94 亿元，计入“其他非流动资产”列报，另有 15.90 亿元因 2017 年末银行支付系统问题暂未拨付出去，兴农资产公司将其计入“货币资金”。

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）

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产：			
货币资金	40277.27	169781.34	271361.42
应收票据	0.00	0.00	0.00
应收账款	79381.34	103906.03	122869.91
预付款项	7644.83	11592.08	9371.14
应收利息	15.00	15.00	15.00
其他应收款	44027.21	71149.07	109082.98
存货	202679.62	208562.78	205273.34
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	16841.78	472.28
流动资产合计	374025.27	581848.09	718446.07
非流动资产			
可供出售金融资产	6296.00	6296.00	6296.00
投资性房地产	115386.19	116267.56	117430.59
固定资产	20660.77	89630.41	86745.41
在建工程	28753.46	49820.92	85334.13
无形资产	13.71	11.41	39.89
商誉	0.00	570.00	570.00
长期待摊费用	41.87	5529.35	5250.72
递延所得税资产	798.29	880.91	1097.38
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	171950.30	269006.56	302764.13
资产总计	545975.57	850854.65	1021210.20

附件三：公司合并资产负债表（续）（单位：万元）

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动负债：			
短期借款	0.00	0.00	6390.00
应付票据	0.00	0.00	0.00
应付账款	5931.75	3113.10	5687.81
预收款项	3931.66	3757.71	3522.82
应付职工薪酬	250.39	201.76	238.92
应交税费	4528.23	7896.48	7746.37
应付利息	0.00	707.87	490.13
应付股利	0.00	0.00	0.00
其他应付款	60534.87	97011.26	168201.08
一年内到期的非流动负债	12783.00	28866.42	34495.74
其他流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	87959.91	141554.60	226772.87
非流动负债：			
长期借款	92550.00	132750.00	192100.00
应付债券	0.00	78800.00	78800.00
长期应付款	9583.00	67399.74	88001.36
递延所得税负债	1017.31	1237.66	1528.41
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	103150.31	280187.40	360429.78
负债合计	191110.22	421742.00	587202.65
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本（股本）	11000.00	11000.00	11000.00
资本公积	308927.69	373608.51	373608.51
盈余公积	1600.91	1757.82	1757.82
未分配利润	33336.75	42746.33	47641.23
所有者权益合计	354865.35	429112.65	434007.55
负债和所有者权益总计	545975.57	850854.65	1021210.20

附件四：公司合并利润表（单位：万元）

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业总收入	31461.88	27193.26	45248.58
其中：营业收入	31461.88	27193.26	45248.58
二、营业总成本	29014.47	25256.83	47427.31
其中：营业成本	23520.58	21366.88	36570.00
税金及附加	868.59	153.65	194.97
销售费用	365.66	445.22	640.62
管理费用	1503.99	1531.36	3293.67
财务费用	1699.30	1429.22	5862.15
资产减值损失	1056.35	330.49	865.89
加：公允价值变动收益	1013.74	881.38	1163.03
投资收益	270.13	175.40	610.28
资产处置损益	0.00	-0.14	0.00
其他收益	0.00	0.00	6383.66
三、营业利润	3731.27	2993.08	5978.22
加：营业外收入	9510.71	8203.45	36.30
减：营业外支出	221.42	92.62	175.83
四、利润总额（亏损总额为“-”）	13020.56	11103.91	5838.70
减：所得税费用	1390.67	1537.42	943.80
五、净利润（净亏损以“-”）	11629.89	9566.49	4894.90

附件五：公司合并现金流量表（单位：万元）

项目名称	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	5726.17	3554.71	3708.18
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	84717.88	148066.72	308167.35
经营活动现金流入小计	94044.05	151621.44	311875.52
购买商品、接受劳务支付的现金	52900.38	53909.78	66817.38
支付给职工以及为职工支付的现金	425.50	917.00	969.69
支付的各项税费	1938.75	1955.67	300.99
支付的其他与经营活动有关的现金	36853.15	67030.05	316897.54
经营活动现金流出小计	92117.79	123812.49	384985.59
经营活动产生的现金流量净额	-1673.74	27808.95	-73110.07
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	0.00	5000.00	18000.00
取得投资收益所收到的现金	287.63	167.90	610.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	0.00	0.25	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	287.63	5168.15	18610.28
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7839.99	96.97	398.91
投资所支付的现金	1146.00	18000.00	5000.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	11.84	0.00
投资活动现金流出小计	8985.99	18108.81	5398.91
投资活动产生的现金流量净额	-8698.36	-12940.65	13211.37
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	0.00
取得借款所收到的现金	48600.00	124300.00	156081.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	48600.00	124300.00	156081.00
偿还债务所支付的现金	7644.00	8180.00	33990.00
分配优先股利润或偿付利息所支付的现金	2652.22	284.23	5306.29
支付其他与筹资活动有关的现金	601.20	1200.00	305.93
筹资活动现金流出小计	10897.42	9664.23	39602.21
筹资活动产生的现金流量净额	37702.58	114635.77	116478.79
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	27330.48	129504.07	56580.08

附件六：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	11629.89	9566.49	4894.90
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：资产减值准备	1056.35	330.49	847.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	945.55	1516.31	3178.51
无形资产摊销	2.92	2.90	6.25
长期待摊费用的摊销	37.47	1314.93	6555.95
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2.86	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.14	0.00
公允价值变动损失	-1013.74	-881.38	-1163.03
财务费用	1816.60	1469.00	6571.44
投资损失	-270.13	-175.40	-610.28
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-264.09	-82.62	-211.97
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	253.43	220.34	290.76
存货的减少(增加以“-”号填列)	-1003.73	-5883.16	3289.44
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-32464.30	-55593.80	-54676.84
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	17602.90	76004.72	-42147.56
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	-1673.74	27808.95	-73174.56
2、现金与现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	40277.27	169781.34	40277.27
减：现金的期初余额	12946.79	40277.27	12946.79
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	27330.48	129504.07	27330.48

附件七：公司主要财务指标

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	22.48	20.86	18.75
总资本收益率 (%)	2.77	1.68	1.57
净资产收益率 (%)	3.28	2.23	1.13
偿债能力			
资产负债率 (%)	35.00	49.57	57.50
长期有息债务资本化比率 (%)	21.56	33.75	38.87
全部有息债务资本化比率 (%)	23.56	34.58	40.65
流动比率 (%)	425.22	411.04	316.81
速动比率 (%)	194.80	263.70	226.29
经营现金流动负债比 (%)	-1.90	19.65	-32.24
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.72	2.08	0.89
全部有息债务/EBITDA (倍)	7.19	14.72	13.42
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.09	0.07	-0.20
筹资前现金流量净额利息保障倍数 (倍)	-4.58	2.01	-2.40
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	-	0.30	0.40
存货周转次数 (次)	-	0.10	0.18
总资产周转次数 (次)	-	0.04	0.05
现金收入比 (%)	18.20	13.07	8.20
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	-	55.84	36.76
营业收入年平均增长率 (%)	-	-22.63	19.93
利润总额年平均增长率 (%)	-	-33.42	-33.04
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券摊还额 (倍)	1.09	1.10	1.58
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	6.46	10.83	22.28
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.12	1.99	-5.22
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.74	1.06	-4.28

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	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+利息费用) / (所有者权益+长期有息债务+短期有息债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期有息债务+短期有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期债务本金
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的债务本金）
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
主营业务收入年平均增长率	
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	EBITDA/本期债券摊还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券摊还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券摊还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券摊还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

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2019年湖南梅山资源开发有限责任公司 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“2019年湖南梅山资源开发有限责任公司公司债券”的存续期内密切关注湖南梅山资源开发有限责任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，东方金诚将向湖南梅山资源开发有限责任公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，湖南梅山资源开发有限责任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。如湖南梅山资源开发有限责任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

2019年2月14日

