

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2018】第 Z【1227】号

陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从外部运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、外部支持以及增信方式等方面对贵公司及贵公司拟发行的 2019 年陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AAA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一八年六月二十六日





陕西安康高新技术产业发展投资(集团)有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



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：



报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1227】号 02

分析师

姓名：
何馨逸 张曼烁

电话：
021-51035670

邮箱：
hexy@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 18 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

陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：7.30 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	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：每年期末付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3-7 年末，逐年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，到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”）对陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司（以下简称“安康高新”或“公司”）本次拟发行总额不超过 7.30 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了债务安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司在建房地产项目投资规模较大，未来收入较有保障；公司获得的外部支持力度较大；以及重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”或“担保人”）提供的保证担保有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，经营活动现金流整体表现欠佳，面临一定的资金支出压力，面临较大的偿债压力以及存在一定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。2015-2017 年安康市地区生产总值从 772.46 亿元增长至 974.66 亿元，近三年增长率分别为 12.3%、11.3%和 10.5%；2015-2017 年安康高新区分别实现地区生产总值 33.37 亿元、37.28 亿元和 46.24 亿元，增长率分别为 21.2%、20.9%和 21.1%。
- 公司在建房地产项目投资规模较大，未来收入较有保障。2015-2017 年公司分别实现房产销售收入 4.36 亿元、2.12 亿元和 3.52 亿元；截至 2017 年末公司在售房地产项目可售面积 12.20 万平方米，在建房地产项目已投资额为 10.41 亿元，可售面积为 6.24 万平方米，未来收入较有保障。

- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2017 年安康高新技术产业开发区财政局（以下简称“高新区财政局”）分别给予公司补贴收入 1.61 亿元、1.56 亿元和 1.59 亿元；2015 年股东向公司注入土地资产和高新区数字化创业中心大楼，共计增加资本公积 22.22 亿元，此外，在 2010-2014 年，股东通过注入土地资产、拨款注资、股权划拨等方式增加公司资本公积合计 38.47 亿元。
- 保证担保有效提升了本期债券的信用水平。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。

关注：

- 公司资产流动性较弱。2017 年末公司资产以存货和应收款项为主，共计占 2017 年末资产总额比重为 63.32%，其中存货主要系待开发土地，截至 2017 年 12 月末，占公司土地使用权账面价值 48.31%的土地已被抵押；应收账款主要为应收政府部门款项，应收对象较为单一，其他应收款主要为非关联方借款和往来款，主要其他应收对象为民营企业，回收时间存在一定的不确定性，资产整体流动性较弱。
- 公司经营活动现金流整体表现欠佳，面临一定的资金压力。2015-2017 年公司收现比分别为 0.76、0.74 和 1.59，收现情况整体波动较大；2015-2017 年公司经营活动现金流量净额分别为 -6.04 亿元、-0.55 亿元和 10.48 亿元，整体表现欠佳。截至 2017 年末，公司主要在建基础设施建设项目预计总投资为 14.62 亿元，至少还需投资 5.85 亿元，在建项目尚需投资额较大，剩余建设资金需要公司自筹，公司面临一定的资金压力。
- 公司有息债务规模增长较快，面临较大的债务偿还压力。公司 2017 年末有息债务规模为 67.13 亿元，占年末总负债的 67.88%，2015-2017 年复合增长率为 43.68%；2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2015 年的 0.99 下降至 0.52，公司面临较大的债务偿还压力。
- 公司存在一定或有负债风险。截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外抵押、担保合计 5.31 亿元，占年末所有者权益的 6.66%，被担保对象均为民营企业，且多无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,785,573.42	1,786,068.32	1,250,308.14
所有者权益（万元）	796,688.52	775,072.61	752,482.65

有息债务（万元）	671,303.42	748,618.73	325,201.96
资产负债率	55.38%	56.60%	39.82%
流动比率	3.10	4.23	5.41
营业收入（万元）	87,671.54	77,824.98	74,407.32
利润总额（万元）	22,182.13	20,183.40	21,662.87
综合毛利率	13.38%	12.97%	15.30%
EBITDA（万元）	24,279.01	22,196.44	21,934.04
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.54	0.99
经营活动现金流净额（万元）	104,831.55	-5,484.52	-60,421.95

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

担保方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
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%

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

公司原名为“陕西安康高新技术产业发展有限公司”，系陕西安康高新技术产业开发区财政局投资的国有独资公司，于2010年8月4日在安康市工商行政管理局登记注册。2013年7月1日公司更为现名。公司初始注册资本2.00亿元，经过数次增资，截至2018年4月30日，公司的注册资本为13.03亿元。公司股东为安康市人民政府国有资产监督管理委员会、陕西安康高新技术产业开发区财政局和国开发展基金有限公司，持股比例分别为50.66%、33.77%和15.57%，公司控股股东为安康市人民政府国有资产监督管理委员会¹，实际控制人为安康市高新技术产业开发区管委会（以下简称“高新区管委会”），公司产权及控制关系如下：

图1 截至2018年4月30日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司是安康高新技术产业开发区重要的投融资主体，目前主营业务主要涉及城市基础设施建设、土地整理、保障性安居工程建设和园区开发与运营等。截至2017年12月31日，公司纳入公司合并范围的子公司有11家，如下表所示。

表1 截至2017年12月31日公司纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
陕西工业园区开发建设有限公司	5,202.50	100.00%	园区开发	政府注入
陕西安康高新环卫有限公司	100.00	100.00%	环卫服务	投资设立
安康市江北自来水有限公司	1,000.00	100.00%	自来水产销	投资设立
陕西安康高新物业管理有限公司	500.00	100.00%	物业管理	投资设立
陕西安康高新绿化工程有限公司	2,000.00	100.00%	绿化施工	投资设立
安康高新中小企业融资服务有限公司	6,000.00	51.67%	委托贷款投资	投资设立
陕西安康高新科技城市运营有限公司	5,000.00	100.00%	城市基础工程施	投资设立

¹ 根据安康市人民政府国有资产监督管理委员会安国资发【2015】9号文件，安康市人民政府国有资产监督管理委员会授权安康高新区管委会代代为行使所有股东权利并承担相应责任

公司	投资金额	持股比例	主营业务	合作模式
安康高新教育体育产业发展有限公司	20,000.00	100.00%	工货物销售 教育项目建设咨询管理等	投资设立
陕西安康汉江文化旅游发展有限公司	50,000.00	100.00%	旅游相关服务	投资设立
陕西安康高新飞地园区基础设施建设有限公司	58,000.00	100.00%	建筑工程施工建材销售等	投资设立
陕西安康高新区能源产业发展有限责任公司	3,000.00	60.00%	热电购售配套设施建设等	投资设立

资料来源：公司 2017 年审计报告，公司提供

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 178.57 亿元，所有者权益为 79.67 亿元，资产负债率为 55.38%；2017 年度，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额 2.22 亿元，经营活动现金净流入 10.48 亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019 年陕西安康高新产业发展投资（集团）有限公司公司债券；

发行总额：7.30 亿元；

债券期限和利率：7 年期，固定利率；

还本付息方式：每年期末付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3-7 年末，逐年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付；

增信措施：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

本期债券募集资金 7.30 亿元，其中 4.40 亿元用于安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目，2.90 亿元用于补充营运资金。本期债券的募集资金仅用于安康高新区付家河生态标准化厂房和安康高新区总部经济与科技研发中心必要配套部分的建设，不用于安康高新区总部经济与科技研发中心商业配套部分的建设。本期债券募集资金投向情况如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟用募集资金	募集资金占项目总投资比例
安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目	93,049.75	44,000.00	47.29%
补充营运资金	-	29,000.00	-
总计	93,049.75	73,000.00	-

资料来源：公司提供

1、本期债券募投项目批复情况

该项目具体批复情况如下：

表3 安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目批复情况

名称	文号	发文机关	印发时间	主要内容
安康高新区经济发展科技局关于安康高新区创业孵化和科技创新产业园项目可行性研究报告的批复	安高新经科发[2016]154号	安康高新区经济发展科技局	2016年5月12日	项目总投资为93,049.75万元
关于安康高新区创业孵化、科技创新产业园项目用地的预审意见	安高新国土资发[2016]30号	安康市国土资源局高新分局	2016年2月2日	同意项目通过预审；项目用地规模应控制在12.6633公顷
关于安康高新区创业孵化、科技创新产业园项目用地的预审意见	安高新国土资发[2016]31号	安康市国土资源局高新分局	2016年2月2日	同意项目通过预审；项目用地规模应控制在14.1167公顷
安康高新区环境保护局关于安康高新区创业孵化、科技创新产业园项目环境影响报告表的批复	安高新环发[2016]34号	安康高新区环境保护局	2016年4月14日	同意项目建设，项目建成后要按规定申请工程竣工环境保护验收
建设工程规划许可证	安高新[2016]建字第13号	安康高新区规划建设局	2016年6月27日	总建筑面积323,540.59平方米
安康高新区经济发展科技局关于安康高新区创业孵化和科技创新产业园项目节能评估报告书的批复	安高新经科发[2016]153号	安康高新区经济发展科技局	2016年4月7日	同意项目通过节能审查
安康高新区社会治安综合治理委员会办公室关于安康高新区创业孵化和科技创新产业园社会稳定风险评估报告的批复	安高新综治办[2016]1号	安康高新区社会治安综合治理委员会办公室	2016年4月18日	项目社会稳定风险防范、化解措施可行
安康高新区经济发展科技局关于安康高新区创业孵化和科技创新产业园项目更名的批复	安高新经科发【2017】16号	安康高新区经济发展科技局	2017年2月20日	安康高新区创业孵化和科技创新产业园项目项目更名为安康高新区标准化厂房和总部企业基地项目

资料来源：公司提供

2、募投项目概况

(1) 募投项目建设规模和内容

本期债券募投项目总建筑面积为 32.35 万平方米，包括建设标准化厂房与经济科技研发中心。

1) 安康高新区付家河生态标准化厂房位于安康高新区付家河西岸，高新七路东侧

316 国道以北，建设标准化厂房及配套设施面积 13.21 万平方米；

2) 安康高新区总部经济与科技研发中心位于陕西省安康市国家高新区高新大道东侧，学府路以北，建设经济与科技研发中心总建筑面积 19.14 万平方米，其中必要配套部分：公寓综合服务楼 52,973.57 平方米；办公综合服务楼 26,675.91 平方米；大型停车场 8,520 平方米；商业配套部分：单身公寓 29,797.63 平方米；专家公寓 19,200 平方米；低密度独栋办公楼 19,584 平方米；商务办公楼 9,680 平方米；酒店 25,000 平方米。

(2) 募投项目资金来源

根据安徽环球工程咨询有限公司西安分公司和陕西华泰工程项目管理有限公司编制的《安康高新区创业孵化和科技创新产业园项目可行性研究报告》（以下简称《可行性研究报告》），本期债券募投项目总投资 93,049.75 万元，其中工程费用 86,525.15 万元，包括土地费用 14,059.50 万元，标准化厂房建安工程费 23,136.41 万元，总部经济与科技研发中心建安工程费 49,329.24 万元；工程建设其他费用 2,818.66 万元，基本预备费 893.44 万元，建设期利息 2,812.50 万元。该项目资金主要来源于公司自筹、发债及银行贷款，其中公司自筹资金 28,049.75 万元，占总投资的 30.14%；发债及银行贷款 65,000 万元，占总投资的 69.86%。

3、项目进度

该项目总投资为 93,049.75 万元，已于 2016 年 8 月开工，项目预计工期 2 年，截至 2017 年 12 月末已完成投资 4.23 亿元。

4、募投项目效益分析

根据《可行性研究报告》，本期债券募投项目建设期 2 年，运营期 18 年。项目建成后，80% 的建筑土地用于出让，20% 的建筑用于出租。项目的收入分为出租收入和出让收入两部分，出租和出让单价主要是依靠市场价格确定。用于出租的面积每年按 80% 的出租率计算出租收入，所有收益归公司所有。该项目运营期内总收入为 148,903.62 万元，能够覆盖项目总投资。若本期债券于 2018 年成功发行，在债券的存续期 2018-2024 年该项目预计总收入为 131,578.23 万元，能够覆盖本期债券本息。但由于项目建设过程中受建材价格变化、劳动力成本增加、工期迟延、通货膨胀、利率变化等方面的影响，公司可能面临一定的成本控制风险，且建筑土地的出让和建筑出租易受土地出让市场以及当地房地产市场影响，其是否能按预期实现收入具有一定的不确定性。募投项目预计收入、税金及附加估算表如下表所示。

表4 募投项目预计收入、税金及附加估算表（单位：万元）

项目名称	年收入（第3-7年）	年收入（第8-20年）	合计
标准化厂房	9,329.76	472.39	52,789.89
出让收入	8,857.36	-	44,286.82
出让数量（平方米）	19,683.03	-	-
单价（元/平方米）	4,500.00	-	-
出租收入	472.39	472.39	8,503.07
出租数量（平方米）	19,683.03	19,683.03	-
单价（元/平方米）	240.00	240.00	-
总部经济与科技研发中心	16,355.87	1,102.64	96,113.73
出让收入	15,253.23	-	76,266.15
出让数量（平方米）	30,628.98	-	-
单价（元/平方米）	4,980.00	-	-
出租收入	1,102.64	1,102.64	19,847.58
出租数量（平方米）	30,628.98	30,628.98	-
单价（元/平方米）	360.00	360.00	-
收入合计	25,685.63	1,575.04	148,903.62
税金及附加	832.21	51.03	4,824.48
增值税	770.57	47.25	-
城建税	38.53	2.36	-
教育费附加	23.12	1.42	-

资料来源：安徽环球工程咨询有限公司西安分公司和陕西华泰工程项目管理有限公司编制的《安康高新区创业孵化和科技创新产业园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任何形式的担保，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。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、发行机制和监督监管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
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号文)	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

安康市近年地区经济规模有所扩大,经济增速快,但经济总量及人均值相对偏弱。安康市隶属于陕西省,地处我国内陆腹地,陕西省东南部,居川、陕、鄂、渝交接部,南依巴山北坡,北靠秦岭主脊。安康市总面积23,529平方公里,辖区东西最大距离250.1公里,南北最大距离236.2公里。2017年末安康市常住人口266.1万人,人均地区生产总值36,627元,是当年全国人均GDP的61.39%。安康市是陕西省及西北地区最主要的茶叶、蚕茧、油桐、生漆主产区,境内土壤含硒元素丰富。

安康市交通较为发达。目前襄渝、阳安、西康3条电气化铁路过境安康,其中襄

(樊)渝(重庆)铁路在境内长 262 公里,为双轨电气化铁路,设白河县、旬阳县、安康市、紫阳县站,与汉丹铁路、焦柳铁路两线衔接,与阳安、宝成铁路相通,成渝、川黔两线相连,是联络中原和西南地区的交通大动脉。阳(平关)安(康)铁路境内长 100 公里,为单轨电气化铁路,设石泉、汉阴、安康车站,是横贯陕南,连接宝成、襄渝、西康铁路干线的联络线。西(安)(安)康铁路境内 268 公里,目前为单轨电气化铁路,境内设有小河镇、旬阳北站,是陇海、襄渝两大干线的一条联络线,也是华北、西北地区进渝入川和连接大西南的新通道。公路方面,包(头)茂(名)线、十(堰)天(水)线、(北)京昆(明)线高速公路过境,另外安康市拥有国道 316、国道 210 过境,其中 316 国道(汉北公路)境内长 286 公里,双向两车道,是沟通西南、西北和中南在区的重要道路;210 国道(西万公路)在境内 191 公里,双向两车道,是一条穿越秦巴山区,连接陕川渝的要道。水运方面,安康境内原有内河航道 9 条,总长约 560 公里,其中汉江为二级航道,最大通航能力为 30-60 吨级船舶。

近年来,安康市经济持续发展,2015-2017 年安康市地区生产总值分别为 772.46 亿元、851.85 亿元和 974.66 亿元,规模持续增长,近三年增长率分别为 12.3%、11.3% 和 10.5%。安康市三次产业结构由 2015 年的 12.4: 55.3: 32.3 调整为 2017 年的 10.7: 54.3: 34.9,第三产业占比有所提高。2015-2017 年安康市固定资产投资金额分别为 667.76 亿元、926.37 亿元和 1,149.32 亿元,始终保持较高的增速;2015-2017 年安康市社会消费品零售总额分别为 219.20 亿元、249.81 亿元和 297.14 亿元,对安康市经济发展形成良好的补充;2017 年全年外贸进出口总额 30,119 万元,其中出口额为 28,052 万元,进口额为 2,066 万元。2017 年末安康市金融机构人民币各项存款余额 1,311.7 亿元;各项贷款余额 714.29 亿元,2015-2017 年安康市存贷款余额均保持较快增速。

受益于新兴产业的快速发展,2017 年安康市全年实现全部工业增加值 414.25 亿元,同比增长 15.7%,其中实现规模以上工业增加值增长 15.8%。全年规模以上工业总产值 1,385.46 亿元,新型材料、富硒食品、装备制造、生物医药、清洁能源、安康丝绸等六大支柱产业完成总产值 1,156.15 亿元。目前新材料被列为国家战略性新兴产业,国内新材料产业快速增长,国家支持新材料产业发展的诸多政策举措将使得安康的新材料行业未来继续增长。安康富硒食品行业包括农副产品加工、肉制品深加工、魔芋深加工、茶叶深加工等。食物硒含量受地理影响很大,造成各地食品中硒含量的极大差异,我国 72%的土地都属贫硒土壤,长期摄入缺硒食品,会造成硒缺乏疾病,安康市富硒食品行业未来增长潜力大,为安康市的支柱产业。

表6 2015-2017年安康市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	974.66	10.5%	851.85	11.3%	772.46	12.3%
第一产业增加值	104.62	5.0%	100.12	4.1%	96.06	4.8%
第二产业增加值	529.69	13.5%	467.11	14.2%	426.73	15.9%
第三产业增加值	340.34	7.7%	284.62	9.3%	249.67	10.4%
固定资产投资	1,149.32	24.1%	926.37	24.2%	667.76	23.0%
社会消费品零售总额	297.14	14.4%	249.81	14.0%	219.20	13.5%
进出口总额 ²	3.01	48.8%	2.03	-31.1%	0.48	35.7%
存款余额	1,311.7	11.9%	1,172.40	13.5%	1,032.71	16.8%
贷款余额	714.29	13.9%	627.01	14.6%	547.20	15.4%
人均GDP(元)		36,627		32,109		29,193
人均GDP/全国人均GDP		61.39%		59.48%		59.15%

资料来源:安康市2015-2017年国民经济和社会发展统计公报

近年来安康高新技术产业开发区经济保持快速增长,并升级为国家级高新技术产业开发区

安康高新技术产业开发区(以下简称“安康高新区”)位于汉江之北,规划控制面积67平方公里,与安康中心城市相连。安康高新区前身为安康生物科技园,2001年挂牌成立。2009年,经陕西省人民政府批准,安康生物科技园正式升级为省级安康高新技术产业开发区,园区实行充分授权、区域管辖、开放运行的管理体制,享有市级经济管理权。2015年9月29日,经国务院批复,安康高新区升级为国家高新技术产业开发区。

根据安康高新区统计局数据,安康高新区经济增长速度较快。2015-2017年安康高新区分别实现地区生产总值33.37亿元、37.28亿元和46.24亿元,增长率分别为21.2%、20.9%和21.1%,保持较高增速。2017年第一产业增加值1.15亿元,同比增长4.9%;第二产业增加值39.86亿元,同比增长23.0%;第三产业增加值5.23亿元,同比增长9.5%。2015-2017年安康高新区分别实现全社会固定资产投资70.33亿元、100.53亿元和127.13亿元,增速分别为37.0%、36.6%和26.5%,固定资产投资对安康高新区经济发展具有拉动作用;2015-2017年安康高新区分别实现社会消费品零售总额14.52亿元、17.61亿元和22.15亿元。

表7 2015-2017年安康高新区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
----	-------	-------	-------

² 2015年单位:亿美元

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	46.24	21.1%	37.28	20.9%	33.37	21.2%
第一产业增加值	1.15	4.9%	1.11	4.0%	1.06	4.8%
第二产业增加值	39.86	23.0%	32.11	21.4%	28.76	23.6%
第三产业增加值	5.23	9.5%	4.06	22.2%	3.55	9.5%
固定资产投资	127.13	26.5%	100.53	36.6%	70.33	37.0%
社会消费品零售总额	22.15	15.9%	17.61	21.1%	14.52	18.2%

资料来源：安康高新区统计局，中证鹏元整理

2017年安康市地方综合财力为255.33亿元，2015-2017年复合增长率为3.75%。2015-2017年安康市公共财政收入分别为30.80亿元、30.11亿元和28.03亿元，近年有所下降，2015-2017年税收收入占公共财政收入的比重分别为60.39%、57.62%和66.71%，公共财政收入质量一般。安康市政府性基金收入主要由土地出让收入构成，由于安康市土地出让市场规模较小，政府性基金收入占地方综合财力的比重较低，2015-2017年占比分别为7.84%、8.51%和9.22%。财政支出方面，2017年安康市全市公共财政支出为274.45亿元，2015-2017年安康市全市公共财政收入对公共财政支出的覆盖能力维持在较低水平，分别为13.71%、12.15%和10.22%。

随着区域经济发展，安康高新区地方综合财力稳步增长，2015-2017年分别实现地方综合财力17.97亿元、23.79亿元和29.89亿元，复合增长率为28.97%。2015-2017年安康高新区分别实现公共财政收入3.77亿元、4.40亿元和5.64亿元，近三年复合增长率为22.35%，2015-2017年安康高新区税收收入占公共财政收入的比重分别为81.39%、86.21%和82.57%，公共财政收入的质量较好。安康高新区地方综合财力中政府性基金收入所占比重较大，2015-2017年该比重分别为68.43%、68.93%和67.62%，政府性基金收入主要为土地出让收入，后续需关注土地市场波动对地方综合财力的影响。财政支出方面，2015-2017年安康高新区公共财政支出分别为5.85亿元、7.77亿元和8.83亿元，近三年财政自给率分别为64.46%、56.60%和63.89%。

五、公司治理与管理

根据《公司法》等法律、法规和《公司章程》的相关规定，公司设立股东会，安康市人民政府国有资产监督管理委员会授权安康高新技术产业开发区管理委员会行使股东代表权利并承担相应责任，股东会是公司最高权力机构。

公司设有董事会，是公司的经营决策机构，行使修订经营计划和投资方案，制定年度财务预、决算方案，制定利润分配方案和弥补亏损方案，决定内部管理机构设置

等职权。公司董事会成员为5名，设董事长1名，董事长兼任公司的法定代表人。设职工董事1名，通过职工代表大会民主选举产生。董事每届任期三年，可以连任。

公司设有监事会，行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向董事会提出提案等职权。公司监事会成员5人，其中职工监事2名，非职工监事由市国资委推荐2名，安康高新技术产业开发区财政局推荐1名，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由市国资委推荐的监事担任，监事会选举产生。监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理1名，总经理是董事会聘任的高级管理人员，主要负责公司的日常经营管理工作，组织实施公司经营计划和投资方案，拟定公司融资计划及资本运营方案，拟定公司年度财务预、决算方案、利润分配及弥补亏损方案，拟定公司的内部管理机构设置方案、公司基本管理制度等工作。总经理向董事会负责。

公司董事、监事、高级管理人员的任职符合《公司法》的规定。公司已建立劳动、人事及工资等人事管理制度并具备独立的人事管理部门，独立履行人事管理职责。公司董事、监事及高级管理人员均具备任职资格；公司设人力资源部、企业文化部、投融资部、财务部、办公室、工程项目部、安全保卫部七个直属部门，各部门分工较明确。

根据公司提供的说明，公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职或任职的情况。

六、经营与竞争

公司承担安康市基础设施建设、土地整理开发、保障房建设的职能。目前公司营业收入主要来源于房产销售、市政基础工程建设及土地整理业务。近年公司主营业务收入构成情况见下表。2015-2017年公司分别实现营业收入7.44亿元、7.78亿元和8.77亿元，近年公司营业收入稳步增长。2015-2017年公司综合毛利率分别为15.29%、12.97%和13.38%，近三年综合毛利率有所波动。

表8 2015-2017年公司营业收入构成及毛利率情况³（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房产销售收入	35,208.45	14.94%	21,192.53	22.73%	43,561.77	16.06%
工程建设收入	41,913.21	14.17%	45,467.52	14.17%	23,935.60	16.67%

³ 2015年列式的为主营业务

土地整理收入	2,039.08	1.90%	9,146.21	1.90%	6,332.37	4.76%
物业管理收入	1,250.68	7.49%	335.10	-53.02%	290.55	5.01%
环卫服务收入	224.66	-201.81%	90.31	-259.37%	274.40	25.85%
绿化工程收入	-	-	81.89	32.35%	1.47	100.00%
租赁收入	631.31	-193.34%	537.33	-244.65%	-	-
利息收入	3,747.48	53.16%	974.09	36.96%	-	-
销售货物收入	2,656.66	3.00%	-	-	-	-
合计	87,671.54	13.38%	77,824.98	12.97%	74,396.17	15.29%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司房产销售收入规模较大，未来收入较有保障

公司的房产销售业务包括保障房业务和商品房业务。公司作为安康市高新区保障房项目投资建设的主体，由当地主管部门根据年度保障房建设任务进行立项后，交由公司负责实施。公司负责项目的融资、投资及建设管理，建设的保障房数量受政府计划控制，开工数量和竣工数量有一定的指标要求。项目完工后，公司依据政府制定的安置任务和约定价格进行销售和分配保障房，主要依靠销售收入实现保障性住房项目的资金平衡和经营收益。定价方面，房地产项目中商品房部分的销售定价主要根据当地房地产的基本行情及项目地理位置、交通条件、周边配套设施完善情况、建筑密度、绿化情况及物业管理水平进行市场化定价，保障房定价基本低于商品房 20% 以下。另外，公司的房地产项目中配套了一定的商铺、车位等，待建成后由公司进行销售，销售收入全部归公司所有。

资金来源方面，房地产项目一般初期公司投入 30% 的自有资金进行建设，项目进度达到约 25% 时公司开始进行预售，至房屋封顶时公司预售约 50% 的房屋，至房屋交付使用时公司预售房屋比例达到 90%，项目资金基本自求平衡。在建的花园社区项目属于保障房，主要针对被拆迁农户，具有补助性质，暂时没有开售，后期建成后统一出售。

2015-2017 年公司实现房产销售收入 4.36 亿元、2.12 亿元和 3.52 亿元，主要来自于居尚二期和居尚三期项目的交付。居尚二期、居尚三期和花园社区为 2014 年陕西安康高新产业发展投资(集团)有限公司公司债券（以下简称“14 安康高新债”）的募投项目，主要为保障性安居工程。

表9 2015-2017 年公司房产销售情况

年份	项目名称	销售户数(户)	销售面积(平方米)	单价(元/平方米)
2017 年	居尚二期	149	20,182.08	3,800-4,500

2016年	居尚三期	613	69,255.03	3,500-4,200
	居尚二期	100	13,214.82	3,500-4,000
	居尚三期	406	44,692.28	3,000-4,000
2015年	居尚二期	126	16,146.28	3,500-4,000
	居尚三期	901	107,119.61	3,000-4,000

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末公司在售房地产项目主要是居尚二期和居尚三期，可售户数1,000户，可售面积为12.20万平方米，累计已销售面积为27.06万平方米。截至2017年末公司在建房地产项目已投资额为10.41亿元，可售面积为62,410.29平方米。截至2017年末公司在建房地产项目主要为居尚四期与花园社区。居尚四期、花园社区预计于2020年完工。随着未来房地产项目的进一步销售，公司房地产销售收入有一定的保障。

表10 截至2017年末公司房地产业务在售项目情况（单位：万元）

项目	可售户数(户)	尚余可售面积(平方米)	销售单价(元/平方米)	累计已销售面积(平方米)	累计已销售金额
居尚二期	400	54,180.08	4,000-4,500	110,291.54	38,933.99
居尚三期	600	67,786.33	4,000-4,500	160,318.56	61,126.03
总计	1,000	121,966.41	-	270,610.10	100,060.02

资料来源：公司提供

表11 截至2017年末公司房地产业务在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	可售面积(平方米)	预计销售单价(元/平方米)	预计/实际完工时间
居尚四期	39,876.17	31,853.33	18,994.44	4,000-4,500	2020年
花园社区 ⁴	49,459.18	72,278.13	43,415.85	4,000-4,500	2018年
总计	89,335.35	104,131.46	62,410.29	-	-

资料来源：公司提供

公司基础设施建设在建项目存在一定的投资缺口，面临一定的资金压力

公司是安康市基础设施建设的重要主体，根据安康市人民政府与公司就各项目分别签订的委托建设及项目回购协议书，高新区管委会委托公司建设相应的工程项目，在工程竣工验收合格后，由高新区管委会予以整体回购，回购金额为项目总投资的120%。如果相关项目最终决算金额超过项目总投资额，高新区管委会需要支付公司超过总投资额的款项。

2015-2017年，公司分别获得工程建设收入2.39亿元、4.55亿元和4.19亿元，工程建设收入近年呈现波动态势；毛利率方面，近年工程建设业务毛利率基本保持稳定，

⁴ 花园社区项目已基本完工建设，预计总投资为项目初始预估值，后续已投资超过预计总投资额。

2015 为 16.67%，2016-2017 年受营改增影响，小幅下降至 14.17%。

表12 2015-2017 年公司工程建设收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2017 年	傅家河社区	684.41	797.37
	建民社区	9,252.27	10,779.34
	傅家河生态园标准化厂房	1,289.44	1,502.26
	生态商业公园	44.49	51.84
	生态文化公园	36.40	42.41
	北环路	2,496.40	2,908.43
	高新大道	12,534.75	14,603.59
	高新七路	4,835.77	5,633.91
	汉江路	4,801.56	5,594.05
合计		35,975.49	41,913.20
2016 年	傅家河社区	5,682.44	6,620.31
	建民社区	20,489.91	23,871.74
	傅家河生态园标准化厂房	10,516.65	12,252.40
	生态商业公园	1,678.39	1,955.40
	生态文化公园	658.91	767.66
合计		39,026.29	45,467.51
2015 年	傅家河社区	11,417.68	13,701.21
	数字化创业中心	6,799.26	8,159.11
	生态商业公园	1,265.60	1,518.72
	生态文化公园	463.81	556.57
合计		19,946.35	23,935.61

资料来源：公司提供

截至 2017 年 12 月 31 日，公司主要在建工程总投资 14.62 亿元，已投资额合计 9.36 亿元，至少还需投资 5.85 亿元。由于在建工程尚需投资额较大，剩余建设资金需要公司自筹，公司面临一定的资金压力。公司主要在建工程暂未与政府签订代建或回购协议，均未确认收入，未来收入存在一定的不确定性。

表13 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建工程情况⁵（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	尚需投资
生态运动公园	6,000.00	5,546.23	453.77

⁵ 部分在建工程已投资额已超过预计总投资额，后续仍将持续投入。

生产力促进中心	16,948.27	3,186.55	13,761.72
创新东路	12,500.00	9,832.16	2,667.84
高新小学	6,000.00	2,719.07	3,280.93
花园大道	5,600.00	4,020.45	1,579.55
学府路	3,300.00	2,495.90	804.10
创业西路	16,948.00	426.91	16,521.09
波尔多庄园	21,600.00	11,659.71	9,940.29
高新四路	9,256.53	3,479.78	5,776.75
秦岭大道	6,000.00	8,020.98	-
创新一路	7,393.25	10,867.94	-
科技路	3,600.00	3,931.50	-
初级中学	9030.94	9,030.94	-
飞地经济园	7619.89	5,963.82	1,656.07
金属镍产业园	6974.89	6,981.89	-
高新十二路	7454.78	5,392.50	2,062.28
合计	146,226.55	93,556.33	58,504.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理收入存在一定波动，未来收入存在不确定性

公司作为安康市高新区土地开发业务的实施主体，承担安康市高新区的土地开发平整业务。根据《安康高新技术产业开发区管理委员会关于授权陕西安康高新产业发展有限公司进行高新区土地储备及开发整理的通知》（安高新管发【2010】61号），公司可在安康市国土资源局高新分局年度开发计划内，实施高新区土地储备及开发整理工作，高新区土地储备及开发整理的项目资金来源由公司自筹，公司收储的土地统一由安康市国土资源局高新分局按照规划审查意见组织土地出让，陕西安康高新技术产业开发区财政局（以下简称“高新区财政局”）按照固定比例给予公司土地返还金，金额为公司每年土地开发成本的105%，用于公司弥补成本及进一步的发展。

2015-2017年公司主要负责安康市高新区城区的土地整理开发工作，完成整理和出让土地分别为99.14万平方米、157.52万平方米和32.88万平方米，实现收入分别为0.63亿元、0.91亿元和0.20亿元。2016年起受营改增影响，该业务毛利率也相应的有所下降。2016年由于开发区新增开发土地任务，土地整理收入有所增长；由于公司负责的安康高新区城市土地开发整理工作逐步完工，二期土地开发项目正在做前期准备，还未启动；2017年土地整理收入显著下降。未来随着二期土地开发项目的启动，公司将确认相应的土地整理收入，但我们注意到，该业务收入受安康市高新区政府规划及土地出让市场情况的直接影响，未来收入存在不确定性。

表14 2015-2017年土地整理业务情况（单位：万元、平方米）

时间	位置	成本	收入	收入/成本	面积
2017年	安康市高新区	2,000.24	2,039.08	1.02	328,800
2016年	安康市高新区	8,972.00	9,146.21	1.02	1,575,160
2015年	安康市高新区	6,030.83	6,332.37	1.05	991,400

资料来源：公司提供

此外，公司承担了一定相关国有资产的经营管理、保值增值职能，实现了一定的物业管理收入、利息收入、销售货物收入等，该部分收入规模较小。2015-2017年物业管理收入分别为290.55万元、335.10万元和1,250.68万元，2017年显著提升主要系房屋入住率增加所致。2016-2017年公司实现利息收入分别为974.09万元和3,747.48万元，2017年该项收入大幅增长主要系2017年公司合并范围新增安康高新中小企业融资服务有限公司，其主要业务为通过委托贷款取得利息收入。2017年公司新增销售货物收入，主要是合并范围新增子公司陕西安康高新科技城市运营有限公司销售五氧化二钒收入，2017年实现2,656.66万元。

近年来公司在资产注入、政府补贴等方面得到较大的外部支持

公司承担了安康市高新区城市基础设施建设等相关国有资产的经营管理、保值增值职能，近年来得到外部支持的力度不断加大。

2010-2014年，股东通过注入土地资产、拨款注资、无偿划拨等方式增加公司资本公积合计38.47亿元。2015年根据安康市人民政府国有资产监督管理委员会文件（安国资发【2015】9号），公司将9亿元资本公积转增实收资本；根据高新区管委会文件（安高新管发【2015】42号），高新区管委会注入土地资产增加公司资本公积15.37亿元；根据高新区管委会文件（安高新管发【2015】69号），高新区管委会注入高新区数字化创业中心大楼增加公司资本公积6.85亿元；根据高新区财政局文件（安高新财【2015】57号），公司收到债务置换金和拨款合计增加资本公积1.89亿元。

根据高新区财政局出具的各项文件，2015-2017年高新区财政局给予公司补贴收入分别为1.61亿元、1.56亿元和1.59亿元。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具

标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告⁶，报告均采用新会计准则编制。2015 年公司合并范围较 2014 年减少子公司陕西安康高新城市公共交通有限公司；2016 年公司新设子公司安康高新中小企业融资服务有限公司，注册资本为 6,000.00 万元，公司持股比例为 51.67%；2017 年公司合并范围新增投资设立 5 家子公司，分别为陕西安康高新科技城市运营有限公司、安康高新教育体育产业发展有限公司、陕西安康汉江文化旅游发展有限公司、陕西安康高新飞地园区基础设施建设有限公司和陕西安康高新区能源产业发展有限责任公司。截至 2017 年末公司合并范围共有 11 家子公司，详见表 1。

资产结构与质量

公司资产结构较稳定，整体流动性较弱

公司 2015-2017 年资产总额分别为 125.03 亿元、178.61 亿元和 178.56 亿元，2015-2017 年复合增长率为 19.50%，资产规模整体增长较快。公司资产以流动资产为主，2015-2017 年流动资产占资产总额的比重分别为 89.74%、88.85%和 83.66%。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。2017 年末，公司货币资金余额为 12.78 亿元，主要为银行存款，货币资金无受限情况。2017 年末公司应收账款账面价值 16.77 亿元，全部系对高新区管委会的应收工程回购款，从账龄分布来看，1 年以内应收账款占比 27.00%，1-2 年应收账款占比 33.55%，2-3 年应收账款占比 26.05%，3 年以上应收账款占比 13.40%，应收对象单一，账龄整体较长，回收风险较小，但实际回款时间存在一定的不确定性。预付款项主要为公司预付给中国对外建设有限公司陕西分公司、中国第四冶金建设有限公司、陕西省安康市兴科房建集团建筑工程有限公司、陕西省安康市兴华建设（集团）有限公司高新分公司和陕西万源建筑工程有限公司等单位的工程款，2017 年末预付款项账面价值 23.55 亿元，2015-2017 年复合增长率为 24.52%，近年较快增长。公司其他应收款主要为应收安康市龙翔教育兴业有限公司、安康市高新中学有限公司、陕西安康高新翰林文化产业有限公司等公司的往来款，2017 年末其他应收款账面价值 7.97 亿元，2015-2017 年复合增长率为 24.12%，规模增长较快，对公司资金形成一定占用，其他应收对象均为非关联方且多为民营企业，公司对其他应收对象均收取利息，整体有一定回收风险，回收时间也存在一定的不确定性。公司存货主要为待开发土地和项目开发成本等，截至 2017 年末，公司存货 88.32 亿元，其中开发成本期末账面价值 20.65

⁶ 2017 年由于对 2016 年审计报告中一年内到期的非流动负债以及应付债券金额调整，2016 年数据均采用 2017 年审计报告中的“期初余额”

亿元，主要系商品住宅，开发完成后发行人自行对外销售，近年开发成本快速增长，主要系公司对保障安居工程项目的持续投入。2017年末公司待开发土地期末账面价值67.67亿元（详见附录五），土地性质主要为出让和划拨，面积为420.77万平方米。截至2017年12月31日，占公司待开发土地账面价值48.31%的土地已被抵押。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、投资性房地产和在建工程。截至2017年末公司长期股权投资账面价值6.46亿元，主要系公司新增对联营企业安康高新新兴产业厂房建设运营有限公司的投资⁷，投资规模为4.09亿元。2017年公司投资性房地产账面价值6.48亿元，系高新区管委会2015年拨入的安康数字化创业中心大楼；随着公司在建项目的逐步推进，公司在建工程账面余额也逐年增加，2017年末公司在建工程账面价值13.88亿元，2015-2017年复合增长率为62.50%。

表15 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	127,755.25	7.15%	312,699.52	17.51%	62,471.39	5.00%
应收账款	167,679.70	9.39%	191,649.64	10.73%	153,834.54	12.30%
预付款项	235,522.04	13.19%	205,290.64	11.49%	151,899.56	12.15%
其他应收款	79,652.74	4.46%	86,165.39	4.82%	51,706.89	4.14%
存货	883,207.51	49.46%	791,027.87	44.29%	702,159.62	56.16%
流动资产合计	1,493,817.23	83.66%	1,586,833.07	88.85%	1,122,072.00	89.74%
长期股权投资	64,559.90	3.62%	5,600.00	0.31%	0.00	0.00%
投资性房地产	64,817.16	3.63%	66,669.08	3.73%	68,521.00	5.48%
在建工程	138,758.57	7.77%	108,930.00	6.10%	52,550.49	4.20%
非流动资产合计	291,756.19	16.34%	199,235.25	11.15%	128,236.14	10.26%
资产总计	1,785,573.42	100.00%	1,786,068.32	100.00%	1,250,308.14	100.00%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

表16 2015-2017年末公司存货明细（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
开发成本	206,522.27	157,226.87	100,591.15
待开发土地	676,685.24	633,801.00	601,568.47
合计	883,207.51	791,027.87	702,159.62

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产结构较为稳定，以流动资产为主，其中存货、应收款项占比较大。存货中待开发土地抵押比例较高，应收款项实际回款时间存在一定的不确定性，

⁷ 该项目是PPP项目，已入国家财政库，项目总投资22亿元，未来收益主要为租赁收入及其他服务费用收入

资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司收入有所增长，营业外收入及其他收益对总体利润水平贡献较大

公司营业收入主要来源于土地整理、工程建设以及房产销售等业务，2015-2017 年公司分别实现营业收入 7.44 亿元、7.78 亿元和 8.77 亿元。2015-2017 年公司综合毛利率分别为 15.29%、12.97%和 13.38%，呈波动态势，2016 年公司毛利率下降主要系利润水平较高的房产销售业务的收入减少所致，2017 年房产销售业务收入有所增长。

2015-2017 年分别实现营业利润 0.54 亿元、0.50 亿元和 2.26 亿元，2017 年营业利润大幅增长主要系与公司日常活动相关的政府补助由计入营业外收入改计入其他收益所致。2015-2017 年分别实现利润总额 2.17 亿元、2.02 亿元和 2.22 亿元。

2015-2016 年公司营业外收入分别为 1.65 亿元和 1.57 亿元，2017 年公司其他收益为 1.59 亿元，分别占当年利润总额的 76.16%、77.54%和 71.71%，近年公司营业外收入及其他收益对公司总体利润总额贡献较大。

表17 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	87,671.54	77,824.98	74,407.32
营业利润	22,585.52	5,015.77	5,388.57
其他收益	15,906.09	-	-
营业外收入	58.63	15,650.75	16,497.67
利润总额	22,182.13	20,183.40	21,662.87
综合毛利率	13.38%	12.97%	15.30%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

经营活动现金整体表现欠佳，面临一定的资金压力

2015-2017 年公司收现比分别为 0.76、0.74 和 1.59，2017 年主营业务资金回笼情况有所改善，但收现情况整体波动较大。受 2017 年公司收现情况改善以及收到的往来款持续增长影响，2017 年公司经营活动现金流入 45.59 亿元，较往年大幅增长。2015-2017 年公司经营活动现金流出总额持续增长，主要是近年公司支付的其他与经营活动有关的现金中往来款快速增长所致。2015-2016 年公司经营活动现金分别净流出 6.04 亿元和 0.55 亿元，经营活动现金流整体表现欠佳，2017 年由于回款情况改善经营

活动实现净流入，规模为 10.48 亿元。

2015-2017 年公司投资活动现金持续净流出，净流出规模分别为 1.25 亿元、12.64 亿元和 13.68 亿元。2016-2017 年公司投资活动现金流出大幅增长主要系公司预付工程款增长、在建工程的投资增加以及公司对联营企业的大额长期股权投资使投资活动现金流量增加所致。筹资方面，近年来公司融资力度始终较大，融资途径主要为银行借款、发行债券以及向融资租赁公司等金融机构借款等，2015-2016 年筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.58 亿元和 36.21 亿元，2017 年由于公司借款规模减小且偿还债务规模较大，筹资活动现金净流出 11.39 亿元。

截至 2017 年末，公司主要在建基础设施建设项目预计总投资为 14.62 亿元，至少还需投资 5.85 亿元，由于在建项目尚需投资额较大，剩余建设资金需要公司自筹，公司面临一定的资金压力。

表18 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	1.59	0.74	0.76
销售商品、提供劳务收到的现金	138,987.14	57,427.50	56,190.80
收到的其他与经营活动有关的现金	316,924.73	224,058.07	67,783.35
经营活动现金流入小计	455,911.87	281,485.57	123,974.15
购买商品、接受劳务支付的现金	142,567.17	133,285.62	133,311.49
支付的其他与经营活动有关的现金	200,891.88	148,449.00	46,246.19
经营活动现金流出小计	351,080.32	286,970.08	184,396.10
经营活动产生的现金流量净额	104,831.55	-5,484.52	-60,421.95
投资活动产生的现金流量净额	-136,849.20	-126,403.31	-12,450.43
筹资活动产生的现金流量净额	-113,926.62	362,115.96	105,802.23
现金及现金等价物净增加额	-145,944.27	230,228.13	32,929.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务多为有息债务，且有息债务规模增长较快，面临较大的债务偿还压力

由于公司现金周转对外部融资依赖程度较大，近年来公司负债规模大幅增长，2015-2017 年末公司负债规模分别为 49.78 亿元、101.10 亿元和 98.89 亿元，2015-2017 年复合增长率为 40.94%；近年公司所有者权益稳定增长，2017 年末公司所有者权益合计为 79.67 亿元，2015-2017 年复合增长率为 2.90%。由于近年公司负债规模增大，2015-2017 年公司产权比率波动较大，2017 年末公司产权比率为 124.12%，较 2015 年增长 57.97 个百分点，公司自有资产对负债的保障程度大幅减弱。

表19 2015-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	988,884.90	1,010,995.71	497,825.50
所有者权益	796,688.52	775,072.61	752,482.65
产权比率	124.12%	130.44%	66.16%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2017 年末公司负债合计 98.89 亿元，从负债结构上来看，公司负债以非流动负债为主，2015-2017 年公司非流动负债占负债总额的比重分别为 58.33%、62.89%和 51.22%。

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款以及一年内到期的非流动负债。2017 年末公司短期借款账面价值 1.80 亿元，包括 0.80 亿元质押借款和 1.00 亿元保证借款；应付账款主要系应付工程款及购货款，2017 年期末余额 3.43 亿元；预收款项主要是预收房款，2017 年末账面价值 16.49 亿元，2015-2017 年复合增长率 36.56%，随着房屋交付达到收入确认条件结转主营业务收入；2017 年公司其他应付款主要为应付安康高新新兴产业厂房建设运营有限公司、上海普兰商业保理有限公司等单位的往来款，年末余额 11.17 亿元；公司 2017 年末一年内到期的非流动负债账面价值 15.30 亿元，包括公司一年内到期的长期借款 13.50 亿元和一年内到期的应付债券 1.80 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。2015-2016 年公司长期借款规模增长较快，2017 年由于公司偿还借款规模较大，年末长期借款余额 39.62 亿元，同比下降 24.19%，借款主要用于项目建设；应付债券为应付“14 安高债”⁸，2017 年末余额为 5.40 亿元；公司长期应付款主要系应付山西省保障性住房建设工程有限公司安康高新区项目部的工程款和融资租赁款，以应付融资租赁款为主，详见下表，2017 年末账面价值 5.51 亿元。

表20 公司融资租赁项目情况

融资租赁项目	期限	利率	对应资产	金额(亿元)
远东宏信(天津)融资租赁有限公司	5年	8.89%	售后租赁	2.87
河南九鼎金融租赁股份有限公司	5年	5.32%	补充流动资金	1.00
中航国际租赁有限公司	5年	6.21%	补充流动资金	2.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2017 年末，公司有息债务规模为 67.13 亿元，2015-2017 年复合增长率为 43.68%，

⁸ 经国家发展和改革委员会“发改财金[2014]1981号”文件批准，公司发行“14 安高债”，该债券期限为 7 年期，债券规模为 9 亿元，票面年利率 8.78%，每年付息 1 次，自债券存续期第 3 年起，逐年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。

公司未来面临较大的债务偿还压力，根据公司统计的债务偿还表，2018 年需要偿还有息债务 23.38 亿元，短期偿债压力较大。

表21 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	金额
短期借款	18,000.00	1.82%	43,700.00	4.32%	27,500.00	5.52%
应付账款	34,298.41	3.47%	56,950.92	5.63%	29,360.84	5.90%
预收款项	164,906.85	16.68%	99,633.75	9.86%	88,433.32	17.76%
其他应付款	111,723.97	11.30%	98,433.51	9.74%	52,774.33	10.60%
一年内到期的非流动负债	152,975.20	15.47%	47,200.00	4.67%	8,481.96	1.70%
流动负债合计	482,352.68	48.78%	375,142.98	37.11%	207,441.50	41.67%
长期借款	396,224.80	40.07%	522,680.00	51.70%	199,220.00	40.02%
应付债券	54,000.00	5.46%	72,000.00	7.12%	90,000.00	18.08%
长期应付款	55,143.42	5.58%	40,008.73	3.96%	0.00	0.00%
非流动负债合计	506,532.22	51.22%	635,852.73	62.89%	290,384.00	58.33%
负债合计	988,884.90	100.00%	1,010,995.71	100.00%	497,825.00	100.00%
有息债务	671,303.42	67.88%	748,618.73	74.05%	325,201.96	65.32%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

表22 2018-2022 年公司有息债务偿还规模情况（单位：万元）

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
银行借款偿还规模	116,889.2	38,037.5	23,815.5	14,815.5	14,815.5
信托计划偿还规模	78,400.0				
已发行债券偿还规模	18,000.0	18,000.0	18,000.0	18,000.0	
其他债务偿还规模 ⁹	12,620.0	864.0	1,113.0	21,115.0	21,115.0
债券利息偿付规模	7,902.0	7,902.0	7,902.0	7,902.0	
合计	233,811.2	64,803.5	50,830.5	61,832.5	35,930.5

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2015-2017 年公司资产负债率呈现波动态势，分别为 39.82%、56.60%和 55.38%，整体负债水平上升。2017 年末公司流动比率和速动比率分别为 3.10 和 1.27，但公司资产中存货占比较高，其变现能力受当地土地出让市场影响，且公司往来款规模较大，回收时间不确定，总体上来看，公司流动资产对流动负债的保障程度受到较大限制。2015-2017 年公司 EBITDA 分别为 2.19 亿元、2.22 亿元和 2.43 亿元，近年持续增长。随着有息债务规模大幅增长，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2015 年的 0.99 降低至 2017 年的 0.52，公司债务负担有所加重。

⁹ 其他债务为国开发展基金和浦银安盛基金

表23 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	55.38%	56.60%	39.82%
流动比率	3.10	4.23	5.41
速动比率	1.27	2.12	2.02
EBITDA (万元)	24,279.01	22,196.44	21,934.04
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.54	0.99

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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

1、本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的重要保障

根据《可行性研究报告》，若本期债券于 2018 年成功发行，在债券的存续期 2018-2024 年该项目预计总收入为 131,578.23 万元，能够覆盖本期债券本息，是本期债券还本付息的重要保障。但我们注意到，募投项目完工后建筑的出让收入和出租收入是否能按照预期实现收益具有较大的不确定性。

2、公司日常经营的收益可为本期债券还本付息提供一定的保障

2015-2017 年公司分别实现营业收入 7.44 亿元、7.78 亿元和 8.77 亿元。2015-2017 年分别实现营业利润 0.54 亿元、0.50 亿元和 2.26 亿元。截至 2017 年末，公司主要在建基础设施建设项目预计总投资为 14.62 亿元，随着在建工程陆续完工结算和房地产项目的完工销售，公司未来收入有一定的保障。但我们注意到，2015-2017 年公司经营活动现金流整体表现欠佳，较大程度上限制了公司对本期债券的偿还能力。

3、公司资产抵押融资或变现是本期债券还本付息资金的保障

公司账面上土地资产相对丰富，截至 2017 年末公司存货中土地账面价值 67.67 亿元，近一半土地尚未被抵押，通过土地资产的抵押融资或变现可为本期债券的还本付息提供进一步保障。但也应该关注到，安康市土地出让市场规模不大，土地资产价值易受土地市场波动影响，未来变现价值存在不确定性。

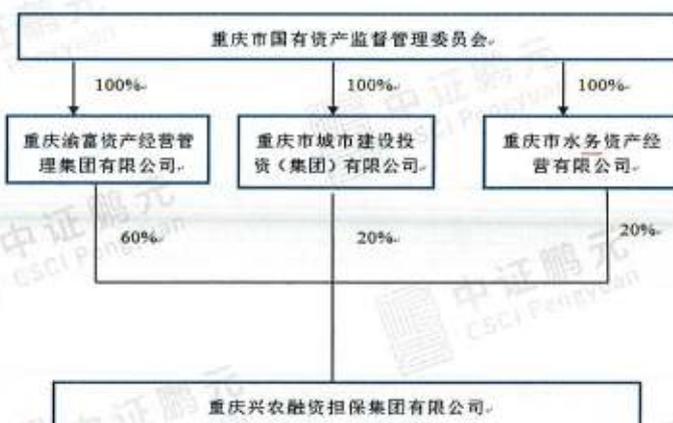
(二) 本期债券保障措施分析

兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，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本期债券的信用水平

根据兴农担保出具的担保函，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，担保范围包括本期债券本金不超过人民币 9 亿元及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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。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 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 12 月 31 日，兴农担保股权关系如下图所示。

图2 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 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，复合增长率为 42.75%。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，经营活动现金净流出 4.74 亿元。截至 2017 年末，兴农担保期末在保责任余额 384.29 亿元，净资产放大倍数为 3.93，处于较低水平，融资担保业务未来发展空间较大。

2015 年和 2016 年，宏观经济增速持续放缓导致中小企业经营压力加大，兴农担保担保业务面临的信用风险逐步上升。受此影响，兴农担保担保业务代偿风险逐步暴露，当期代偿金额有所增加。2017 年以来，为应对代偿风险加大的不利局面，兴农担保逐步调整贷款担保行业结构，退出潜在风险较大的建筑、房地产和采矿等行业项目，压缩贷款担保规模，并通过介入债券担保业务以及开展诉讼保全担保等非融资性担保业务，优化担保业务结构。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%；在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，客户信用风险上升，截至 2017 年末，兴农担保累计担保代偿金额为 13.46 亿元，累计代偿回收率为 17.38%，代偿款仍面临较大的回收风险。

表24 截至 2017 年 12 月 31 日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%

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，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，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。

九、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外抵押、保证担保合计 5.31 亿元，占年末所有者权益的 6.66%，被担保对象均为民营企业，且多无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表25 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外抵押、担保情况（单位：万元）

对外担保单位名称	担保金额	担保方式	担保期限	是否有反担保
安康市高新中学有限公司	18,000.00	保证	2017-3-18 至 2022-3-17	否
陕西华银科技股份有限公司	4,000.00	保证	2015-12-24 至 2020-12-23	是
陕西安康高新区世纪大道建设有限公司	22,950.47	抵押	2016-12-23 至 2026-12-22	否
安康市龙翔教育兴业有限公司	8,105.97	抵押	2014-1-10 至 2019-1-9	是
合计	53,056.44	-	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，中证鹏元整理

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	127,755.25	312,699.52	62,471.39
应收账款	167,679.70	191,649.64	153,834.54
预付款项	235,522.04	205,290.64	151,899.56
其他应收款	79,652.74	86,165.39	51,706.89
存货	883,207.51	791,027.87	702,159.62
流动资产合计	1,493,817.23	1,586,833.07	1,122,072.00
可供出售金融资产	17,143.69	13,743.69	3,622.14
长期股权投资	64,559.90	5,600.00	0.00
投资性房地产	64,817.16	66,669.08	68,521.00
固定资产	5,697.86	3,475.08	3,532.79
在建工程	138,758.57	108,930.00	52,550.49
无形资产	779.01	817.40	9.72
非流动资产合计	291,756.19	199,235.25	128,236.14
资产总计	1,785,573.42	1,786,068.32	1,250,308.14
短期借款	18,000.00	43,700.00	27,500.00
应付票据	0.00	28,100.00	0.00
应付账款	34,298.41	56,950.92	29,360.84
预收款项	164,906.85	99,633.75	88,433.32
应交税费	-1,395.55	-1,179.95	-1,413.70
应付利息	1,843.80	2,304.75	2,304.75
其他应付款	111,723.97	98,433.51	52,774.33
一年内到期的非流动负债	152,975.20	47,200.00	8,481.96
流动负债合计	482,352.68	375,142.98	207,441.50
长期借款	396,224.80	522,680.00	199,220.00
应付债券	54,000.00	72,000.00	90,000.00
长期应付款	55,143.42	40,008.73	0.00
专项应付款	1,164.00	1,164.00	1,164.00
非流动负债合计	506,532.22	635,852.73	290,384.00
负债合计	988,884.90	1,010,995.71	497,825.00
实收资本	110,000.00	110,000.00	110,000.00
资本公积	536,019.08	536,019.08	536,019.08
盈余公积	14,946.58	12,749.57	10,726.45
未分配利润	132,401.10	113,275.31	95,737.14
归属于母公司所有者权益合计	793,366.76	772,043.96	752,482.65

少数股东权益	3,321.77	3,028.65	-
所有者权益合计	796,688.52	775,072.61	752,482.65
负债和所有者权益总计	1,785,573.42	1,786,068.32	1,250,308.14

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业总收入	87,671.54	77,824.98	74,407.32
营业收入	87,671.54	77,824.98	74,407.32
营业总成本	80,992.11	72,809.21	69,126.57
营业成本	75,942.10	67,732.89	63,022.87
营业税金及附加	973.99	1,799.59	3,462.98
销售费用	2,195.14	1,835.90	1,102.33
管理费用	2,800.44	2,034.89	1,572.75
财务费用	-919.56	-594.06	-34.36
投资收益	0.00	0.00	107.82
其他收益	15,906.09	-	-
营业利润	22,585.52	5,015.77	5,388.57
加：营业外收入	58.63	15,650.75	16,497.67
减：营业外支出	462.02	483.12	223.37
利润总额	22,182.13	20,183.40	21,662.87
减：所得税费用	583.30	291.98	484.58
净利润	21,598.84	19,891.42	21,178.29
减：少数股东损益	173.11	128.65	-
归属于母公司所有者的净利润	21,425.72	19,762.77	21,178.29

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（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	138,987.14	57,427.50	56,190.80
收到其他与经营活动有关的现金	316,924.73	224,058.07	67,783.35
经营活动现金流入小计	455,911.87	281,485.57	123,974.15
购买商品、接受劳务支付的现金	142,567.17	133,285.62	133,311.49
支付给职工以及为职工支付的现金	1,612.91	932.58	535.72
支付的各项税费	6,008.36	4,302.88	4,302.70
支付其他与经营活动有关的现金	200,891.88	148,449.00	46,246.19
经营活动现金流出小计	351,080.32	286,970.08	184,396.10
经营活动产生的现金流量净额	104,831.55	-5,484.52	-60,421.95
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	107.82
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	107.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	74,489.30	110,681.76	12,558.25
投资支付的现金	58,959.90	5,600.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	3,400.00	10,121.55	0.00
投资活动现金流出小计	136,849.20	126,403.31	12,558.25
投资活动产生的现金流量净额	-136,849.20	-126,403.31	-12,450.43
吸收投资收到的现金	0.00	2,900.00	16,141.17
取得借款收到的现金	187,900.00	448,308.04	126,850.00
收到其他与筹资活动有关的现金	54,300.00	43,819.00	0.00
筹资活动现金流入小计	242,200.00	495,027.04	142,991.17
偿还债务支付的现金	309,445.32	91,740.27	12,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	46,681.30	41,170.82	5,888.95
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	19,000.00
筹资活动现金流出小计	356,126.62	132,911.08	37,188.95
筹资活动产生的现金流量净额	-113,926.62	362,115.96	105,802.23
现金及现金等价物净增加额	-145,944.27	230,228.13	32,929.84
期初现金及现金等价物余额	273,699.52	43,471.39	10,541.55
期末现金及现金等价物余额	127,755.25	273,699.52	43,471.39

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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	21,598.84	19,891.42	21,178.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,058.49	2,008.17	252.29
无形资产摊销	38.39	4.87	0.28
财务费用	0.00	0.00	18.60
投资损失	0.00	0.00	-107.82
存货的减少	-92,179.64	-88,868.25	-108,030.33
经营性应收项目的减少	-85,877.06	-92,241.23	-58,849.74
经营性应付项目的增加	259,192.54	153,720.50	85,116.47
经营活动产生的现金流量净额	104,831.55	-5,484.52	-60,421.95
现金的期末余额	127,755.25	273,699.52	43,471.39
减：现金的期初余额	273,699.52	43,471.39	10,541.55
现金及现金等价物净增加额	-145,944.27	230,228.13	32,929.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	13.38%	12.97%	15.30%
产权比率	124.12%	130.44%	66.16%
资产负债率	55.38%	56.60%	39.82%
流动比率	3.10	4.23	5.41
速动比率	1.27	2.12	2.02
EBITDA (万元)	24,279.01	22,196.44	21,934.04
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.54	0.99
有息债务/EBITDA	27.65	33.73	14.83
有息债务 (万元)	671,303.42	748,618.73	325,201.96

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日存货中土地明细

土地编号	土地位置	土地证号	土地性质	设定用途	是否抵押	土地面积(平方米)	账面价值(万元)
1	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2015)第32号	出让	住宅	抵押	147,772.48	22,100.00
2	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第40号	出让	商住	抵押	180,743.33	29,800.00
3	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2014)第21号	出让	商住	抵押	123,333.33	23,814.09
4	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2014)第23号	出让	商住	抵押	66,906.67	12,010.56
5	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第31号	出让	住宅	抵押	216,681.64	42,447.93
6	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第38号	出让	住宅	抵押	156,438.44	30,646.29
7	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第37号	出让	住宅	抵押	146,456.32	28,690.79
8	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第46号	出让	住宅	抵押	151,390.04	35,591.80
9	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第45号	出让	住宅	抵押	111,372.95	25,927.62
10	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第47号	出让	住宅	抵押	176,711.82	41,474.26
11	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第41号	出让	住宅	抵押	114,509.73	26,669.32
12	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2010)第02号	出让	住宅	否	147,730.40	11,823.00
13	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2010)第03号	出让	商用	否	83,431.93	6,677.00
14	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第001号	出让	住宅	否	30,315.88	4,100.00
15	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第002号	划拨	住宅	否	26,695.50	1,400.00
16	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2014)第22号	出让	住宅	否	19,523.00	10,230.00
		安高新国用(2014)第25号	出让	住宅	否	40,470.19	
17	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2012)第002号	划拨	住宅	否	45,522.31	2,450.00
18	安康高新技术产业开发区	安国用(2015)第5920号	出让	商服	否	10,054.78	25,106.25
		陕(2016)安康市(高新)不动产权第1000001号	出让	住宅	否	112,834.17	

19	安康高新技术产业开发区	安国用(2015)第5917号	出让	商服	否	14,729.62	9,172.15
		安国用(2015)第5918号	出让	住宅	否	11,145.30	
		陕(2018)安康市(高新)不动产权第0000001号	出让	住宅	否	15,088.88	
20	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(042)-420	出让	经济适用住房用地	否	21,809.00	3,828.51
21	安康高新技术产业开发区	陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001039号	出让	城镇单一住宅	否	45,134.99	6,036.83
22	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2013)第20号	出让	综合	抵押	25,018.43	7,751.78
23	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2013)第22号	出让	住宅	否	53,910.09	21,992.56
		安高新国用(2013)第23号	出让	商业	否	11,344.64	
		安高新国用(2013)第24号	出让	商业	否	24,768.98	
24	安康高新技术产业开发区	陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001302号	出让	住宅	否	33,929.03	16,350.00
		陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001303号	出让	住宅	否	54,200.58	
		陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001304号	出让	住宅	否	2,030.11	
25	安康高新技术产业开发区	安高新国用(2011)第44号	出让	商服	否	180,000.90	1,824.00
26	安康高新技术产业开发区	莲花湾土地	划拨	住宅、商业	否	1,137,333.33	153,653.73
27	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1004	划拨	街巷用地	否	8,217.27	554.67
28	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1005	划拨	街巷用地	否	6,815.51	460.05
29	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(056)-1000	划拨	街巷用地	否	13,739.90	927.44
30	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1003	划拨	街巷用地	否	10,273.42	693.46
31	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(053)-1003	划拨	街巷用地	否	22,291.96	1,504.71
32	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1001	划拨	街巷用地	否	3,562.06	240.44
33	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(050)-1000	划拨	街巷用地	否	24,839.55	1,676.67
34	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1002	划拨	街巷用地	否	31,569.35	2,130.93

35	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(052)-1002	划拨	街巷用地	否	25,063.63	1,691.80
36	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(052)-1003	划拨	街巷用地	否	23,862.13	1,610.69
37	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1006	划拨	街巷用地	否	15,364.48	1,037.10
38	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1005	划拨	街巷用地	否	63,802.60	3,062.53
39	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(049)-1001	划拨	街巷用地	否	2,819.67	135.34
40	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(052)-1006	划拨	街巷用地	否	53,466.31	3,608.98
41	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(056)-1001	划拨	街巷用地	否	11,001.59	742.61
42	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(056)-1002	划拨	街巷用地	否	19,968.08	1347.85
43	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1006	划拨	街巷用地	否	7,060.78	476.60
44	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1003	划拨	街巷用地	否	10,883.99	734.67
45	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1004	划拨	街巷用地	否	10,887.75	734.94
46	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(052)-1004	划拨	街巷用地	否	16,184.66	1,092.47
47	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(052)-1005	划拨	街巷用地	否	34,168.90	2,306.40
48	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(043)-1000	划拨	街巷用地	否	15,392.30	1,038.98
49	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(054)-1000	划拨	街巷用地	否	37,157.37	2,508.12
50	安康高新技术产业开发区	陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001159号	出让	其他商品住房用地、批发零售用地	否	51,506.34	9,820.00
51	安康高新技术产业开发区	陕(2017)安康市(高新)不动产权第1001158号	出让	其他商品住房用地、批发零售用地	否	54,182.42	10,050.00
52	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(042)-1005	出让	其他商品住房用地、批发零售用地	否	83,748.15	16,432.00
53	安康高新技术产业开发区	陕(2018)安康市(高新)不动产权第0000065号	出让	商务金融用地	否	10,883.20	2,827.00
54	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(058)-1002	出让	科教用地	否	12,352.31	1,030.00

55	安康高新技术产业开发区	陕(2018)安康市(高新)不动产权第0000066号	出让	其他商品住房用地、批发零售用地	否	5,812.81	460.00
56	安康高新技术产业开发区	AK001-001-(046)-1001	出让	商务金融用地	否	11,392.10	2,226.00
57	安康高新技术产业开发区	陕(2016)安康市(高新)不动产权第1000002号	出让	住宅用地	否	133,760.89	14,030.00
58		土地契税及印花税					1,954.35
合计						4,571,370.27	676,685.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (融资租赁款)

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。

