

2018 年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司

公司债券 2019 年跟踪
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【2019】跟踪
第【561】号 01

债券简称：18 汝城顺兴
01/18 顺兴 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融
资担保集团有限公司

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2026 年
01 月 07 日

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。

分析师

姓名：
邓艰 钟继鑫
电话：
0755-82820859
邮箱：
dengj@cspengyuan.com

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

2018 年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 24 日	2018 年 12 月 13 日

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”）及其 2019 年 01 月 07 日发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司的外部经济环境较好，并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可能存在一定的波动，土地整理业务存在较大不确定性，资产流动性较弱，面临一定资金压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年，汝城县实现 GDP 65.28 亿元，按不变价计算比上年增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。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，2018 年公司获得税收优惠 1,321.62 万元，获得政府补助 6,500.00 万元。总体来看，税收优惠和政府补助有效提升了公司利润水平。
- 第三方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收入可能存在一定的波动，土地整理业务存在较大不确定性。**截至 2018 年末，公司在建的基础设施建设项目未来尚需投资 6,503.24 万元，规模相对较小，市政基础设施建设收入未来可能存在一定波动；截至 2018 年末，公司没有在建的土地整理项目，未来土地整理业务存在较大不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年底，存货、应收账款和其他应收款占公司总资产的 96.26%。其中存货主要由土地使用权构成，占总资产的 80.28%；应收账款和其他应收款占比分别为 4.66%和 11.32%，应收对象主要是政府及地方国有企业，回收时间存在一定不确定性，资产流动性较弱。
- **公司在建项目资金需求较大，面临一定资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 84,715.28 万元，2019 年公司发行本期债券募集资金 6 亿元后仍有一定资金缺口，公司面临一定的资金压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	469,569.02	446,953.86	439,789.51
所有者权益	436,297.86	426,658.42	416,361.52
有息债务	0.00	0.00	0.00
资产负债率	7.09%	4.54%	5.33%
流动比率	14.08	21.97	18.73
营业收入	21,413.34	25,747.89	31,798.58
其他收益	1,321.62	1,890.15	0.00
营业外收入	6,534.04	6,048.10	7,254.22
利润总额	10,258.34	11,367.62	12,147.05
综合毛利率	10.69%	17.37%	17.65%
EBITDA	10,321.14	11,434.90	12,215.00
EBITDA 利息保障倍数	-	-	6.20
经营活动现金流净额	11,730.47	-884.69	32,486.85

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
期末在保责任余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
累计代偿回收率	-	17.38%	0.00%

注：2017年财务数据来源于公司2018年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：兴农担保2016年、2018年审计报告，中证鹏元整理

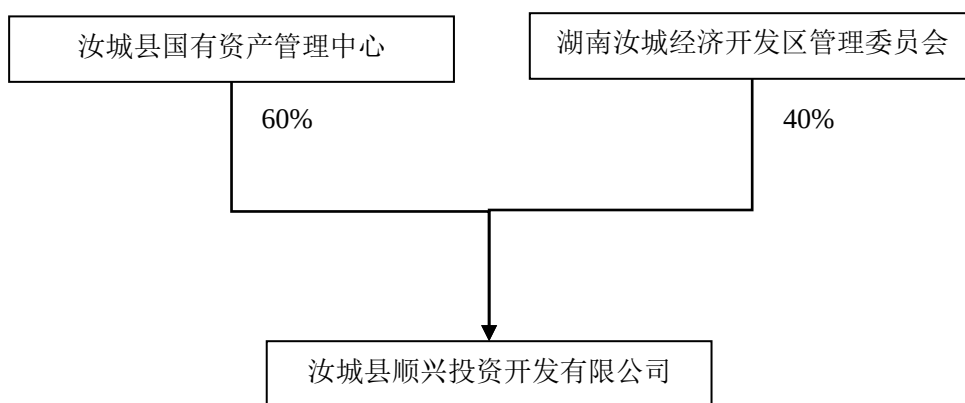
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年01月07日发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目及补充营运资金。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为5.95亿元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为10,000.00万元，控股股东为汝城县国有资产管理中心，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年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年1月，根据《公司法》、公司章程及公司股东会决议，决定公司董事会由秦李罡、何惠群和宋巍3人组成，其中秦李罡为董事长，同时秦李罡担任公司总经理、法定代表人，何惠群为公司副总经理。

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2018年末，公司无纳入合并范围的子公司。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 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
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限

	号)		额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年汝城县经济保持增长，旅游业发展较快，但整体经济总量较小

汝城县隶属于湖南省郴州市，位于湖南省东南部，全县辖5个乡9个镇，总面积为2,401平方公里，截至2018年底，常住人口35.25万人。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、萤石矿等储量丰富，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。

2018年，汝城县实现地区生产总值65.28亿元，按不变价计算比上年增长8.10%，经济增速较上年有所提升，但经济规模较小，实力较弱。人均GDP为18,565元，为全国人均GDP的28.72%，经济发展水平较低。三次产业结构由2017年的21.29：33.20：45.92调整为2018年的18.90：32.95：48.15，第一、第二产业占比有所下降，第三产业占比提升。

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。2018年，汝城县工业增加值同比增长7.60%，其中采矿业增加值下降10.60%，

制造业增加值增长8.10%，电力、热力生产和供应增加值下降4.60%。

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。2018年，汝城县接待游客846.97万人次，较2017年增长20.00%，实现旅游总收入58.20亿元，同比增长67.40%。

固定资产投资是拉动汝城县经济增长的重要因素。2018年汝城县固定资产投资（不含农户）同比增长9.10%，增速较上年下降3.80个百分点。其中，第一产业和第三产业固定资产投资分别下降32.90%和15.20%，第二产业固定资产投资增长37.70%。消费方面，2018年汝城县实现社会消费品零售总额15.60亿元，同比增长10.10%。

表 2 汝城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	65.28	8.10%	62.81	7.80%
第一产业增加值	12.34	3.10%	13.37	3.60%
第二产业增加值	21.51	7.70%	20.85	6.30%
第三产业增加值	31.43	10.60%	28.84	11.00%
工业增加值	-	7.60%	17.65	6.70%
固定资产投资（不含农户）	-	9.10%	91.64	12.90%
社会消费品零售总额	15.60	10.10%	14.67	10.20%
金融机构存款余额	134.22	3.50%	129.74	-2.80%
金融机构贷款余额	84.13	6.50%	78.97	24.30%
人均 GDP（元）	18,565		18,001	
人均 GDP/全国人均 GDP	28.72%		30.17%	

资料来源：汝城县 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018年汝城县实现公共财政收入4.29亿元，同比增长4.00%，其中税收收入3.22亿元，同比增长10.00%，税收收入占公共财政收入比重为75.06%。同期汝城县公共财政支出为31.30亿元，同比增长8.00%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为13.71%。

四、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。2018年，公司实现营业收入21,413.34万元，较上年同比下降16.83%，主要系本年土地整理开发未实现收入所致，由于2018年无竣工验收的土地整理开发项目，导致土地整理开发业务收入为0。毛利率方面，受高毛利的土地整理开发业务未实现收入和市政基础设施建设毛利率下

降的影响，2018年公司主营业务毛利率为10.69%，较上年下降6.68个百分点。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政基础设施建设	21,294.46	10.43%	14,015.09	14.17%
土地整理开发	0.00	0.00	11,616.23	20.77%
租赁收入	118.88	56.94%	116.57	64.59%
合计	21,413.34	10.69%	25,747.89	17.37%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司市政基础设施建设业务收入大幅增长，但在建规模较小，未来可能存在一定波动

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。2018年公司与湖南汝城经济开发区管理委员会签订《2018年汝城经济开发区基础设施建设项目代建协议》，项目代建款按照核定的项目成本加上固定成本加成15%的收益进行确认。

2018年公司市政基础设施建设项目主要包括科技大道、公租房、标准厂房等项目，公司确认市政基础设施建设收入21,294.46万元，较上年增长51.94%，主要系公司根据园区发展的需要，加大了市政基础设施建设业务的投入力度，政府确认的收购款规模大幅增长所致。毛利率方面，2018年公司市政基础设施建设业务的毛利率为10.43%，较上年下降3.74个百分点，主要系固定成本加成比例由20%调整为15%所致。

表 4 2018 年公司市政基础设施建设结算情况（单位：万元）

项目	2018 年结算金额
科技大道	7,270.35
公租房	6,391.96
新厂区 3 号栋标准厂房	2,626.63
新厂区 4 号栋标准厂房	1,207.41
新厂区 5 号栋标准厂房	1,203.53

高宏路及兴科路工程	1,091.26
高安路及科技大道延伸段道路	1,086.79
工业大道三期	995.08
污水处理厂	60.28
合计	21,933.29

注：结算金额为含税金额。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资102,854.00万元，累计已完成投资18,138.72万元，尚需投资84,715.28万元，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78,212.04万元。此外，公司在建的主要基础设施建设项目计划总投资为12,450.00万元，未来需投资6,503.24万元，规模相对较小，市政基础设施建设收入未来可能存在一定波动。

表 5 截至 2018 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	农产业园工程	3,850.00	3,266.37	是
	高宏路及兴科路工程	3,600.00	2,620.64	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	12,450.00	5,946.76	-
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	12,191.96	否
	小计	90,404.00	12,191.96	-
合计		102,854.00	18,138.72	-

资料来源：公司提供

2018年公司未实现土地整理开发收入，未来存在较大不确定性

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。

受汝城县土地市场行情和政府土地出让计划影响，土地整理出让业务存在较大波动性。2018年公司未确认土地整理开发收入，截至2018年末公司没有在建土地整理项目，这部分业务未来能否给公司带来收入存在较大的不确定性。

2018年，公司继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，在政府补贴和税收优惠等方面给予公司较大支持。

2018年，公司获得税收优惠1,321.62万元，计入其他收益，根据湖南汝城经济开发区管委会《关于给予汝城县顺兴投资开发有限公司运营经费补贴的通知》，获得政府补助6,500.00万元，计入营业外收入。总体来看，税收优惠和政府补助有效提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（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和2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年，公司无纳入合并财务报表的子公司。

资产结构与质量

2018年公司资产规模继续增长，但以土地资产和应收款项为主，资产流动性较弱

2018年末公司总资产规模继续增长，年末为469,569.02万元，以流动资产为主，流动资产占比为99.79%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为16,580.37万元，全部为银行存款，无流动性受限情形。截至2018年末，公司应收账款余额为21,902.87万元，均为应收汝城县财政局汝城经济开发区分局的项目收购款，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。2018年末公司其他应收款为53,158.94万元，主要是公司与汝城县投融资建设核算中心、汝城县财政局、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，2018年末上述三家单位欠款账面价值合计53,144.33万元。其他应收款发生坏账的风险较小，但回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成一定的占用，降低了资金使用效率。

截至2018年末，公司存货账面价值为376,961.73万元，较上一年度同比下降2.11%。公司拥有28宗土地资产，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10,063.30万元，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。其

中汝国用（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宗账面价值为6,292.28万元的土地计入存货中的开发成本，其他24宗土地计入存货中的土地资产，计入存货拟开发土地的账面价值为364,769.77万元。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。公司开发成本主要为本期债券募投项目发生的开发成本。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，跟踪期内公司资产规模继续增长，期末资产以存货和应收款项为主，其中应收款项坏账风险较小，但回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成占用，资产流动性较弱。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,580.37	3.53%	4,849.89	1.09%
应收账款	21,902.87	4.66%	26,169.58	5.86%
其他应收款	53,158.94	11.32%	29,832.16	6.67%
存货	376,961.73	80.28%	385,074.31	86.16%
流动资产合计	468,603.90	99.79%	445,925.94	99.77%
非流动资产合计	965.12	0.21%	1,027.92	0.03%
资产总计	469,569.02	100.00%	446,953.86	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营收规模有所下降，未来土地开发收入存在不确定性，政府补助有效提升了公司利润水平

2018年公司无竣工验收的土地整理开发项目，收入全部来源于基础设施代建业务。2018年，公司实现营业收入21,413.34万元，同比下降16.83%。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为10.69%，较上年下降6.68个百分点，一方面是因为2018年公司与湖南汝城经济开发区管理委员会签订《2018年汝城经济开发区基础设施建设项目代建协议》，将代建项目固定成本加成比例由20%调整为15%，导致市政基础设施建设项目毛利率下降为10.43%，另一方面是因为本年毛利率更高的土地整理开发业务未实现收入。截至2018年末，公司在建项目计划总投资102,854.00万元，尚需投资84,715.28万元，其中主要为本期债券募投项目，未来需投资78,212.04万元。随着募投项目逐步投入运营，能够对公司收入形成补充。但因募投项目投资规模较大，可能会受到项目建设进度、

外部宏观环境等诸多因素的影响而存在一定不确定性。

2018年，公司继续收到各类政府补助和税收优惠合计7,821.62万元，占利润总额的比重为76.25%，是公司利润的重要来源。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	21,413.34	25,747.89
营业利润	3,724.31	5,321.97
其他收益	1,321.62	1,890.15
营业外收入	6,534.04	6,048.10
利润总额	10,258.34	11,367.62
综合毛利率	10.69%	17.37%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司现金流状况有所好转，但在建项目资金需求较大，面临一定的资金压力

公司主营业务收入收现比指标表现较好，2018年收现比为1.23。由于本年项目资金投入规模减小以及往来款净流入，使得2018年经营活动现金由净流出884.69万元转变为净流入11,730.47万元。

2018年公司没有发生因筹资和投资产生的现金流量，2017年以来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2018年底，公司主要在建项目尚需投资84,715.28万元，主要为本期债券募投项目，虽然公司发行本期债券募集资金6亿元，但仍存在资金缺口。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.23	1.14
销售商品、提供劳务收到的现金	26,324.83	29,241.98
收到的其他与经营活动有关的现金	19,294.29	14,056.59
经营活动现金流入小计	45,619.12	43,298.57
购买商品、接受劳务支付的现金	10,288.34	21,121.79
支付的其他与经营活动有关的现金	23,390.01	22,842.15
经营活动现金流出小计	33,888.64	44,183.27
经营活动产生的现金流量净额	11,730.47	-884.69
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00

现金及现金等价物净增加额	11,730.47	-884.69
--------------	-----------	---------

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司负债规模仍较小，刚性偿付压力较小

随着盈余利润的积累，公司所有者权益进一步增长，同时公司往来款增加带动负债规模上升。在上述因素的综合影响下，2018年末公司的产权比率为7.63%，较上年增加2.87个百分点。整体而言，公司净资产对负债的保障程度较高。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	33,271.16	20,295.44
所有者权益	436,297.86	426,658.42
产权比率	7.63%	4.76%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，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。2018年末，公司应付账款为1,590.93万元，同比增长43.87%，主要系应付分包工程款增加所致。截至2018年末，公司其他应付款为31,499.52万元，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。截至2018年末，公司有息债务规模为0。2019年1月，随着本期债券发行，公司有息债务规模显著增加。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	1,590.93	4.78%	1,105.81	5.45%
其他应付款	31,499.52	94.68%	19,022.25	93.73%
流动负债合计	33,271.16	100.00%	20,295.44	100.00%
负债总额	33,271.16	100.00%	20,295.44	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于公司2018年其他应付款规模增加，资产负债率水平较2017年上升2.55个百分点，但整体负债规模仍相对较小。2018年，公司流动比率和速动比率较上一年均有所下降，分别为14.08和2.75，短期偿债能力较好。但考虑到公司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。在EBITDA利息保障倍数方面，随着本期债券发行，未来偿债压力将有所上升。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	7.09%	4.54%
流动比率	14.08	21.97
速动比率	2.75	3.00
EBITDA（万元）	10,321.14	11,434.90
EBITDA 利息保障倍数	-	-

注：公司未发本期债券之前有息债务规模为 0，无利息支出。

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

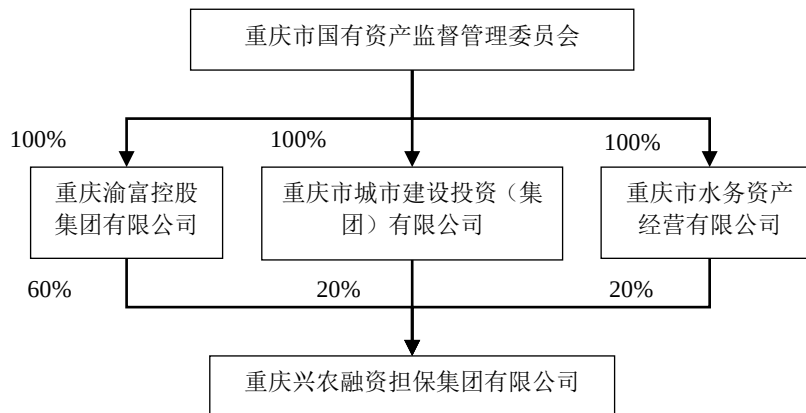
六、债券偿还保障分析

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。

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，兴农担保增资82,000.00万元，同时通过留存收益转增实收资本18,000万元。2018年6月，渝富资产将持有公司60%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。历经数次增资，截至2018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集团，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年末，兴农担保股权关系如图2所示。

图 2 截至 2018 年末兴农担保股权关系情况



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2016-2018年，兴农担保分别实现营业总收入6.36亿元、6.12亿元和7.43亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的66.05%、74.35%和70.01%。2016-2018年兴农担保期末在保余额分别为251.23亿元、384.29亿元和555.80亿元，近三年复合增长率为48.74%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2018年12月31日，兴农担保资产总额为229.63亿元，所有者权益为98.42亿元，资产负债率为57.14%；2018年度，兴农担保实现营业总收入7.43亿元，利润总额2.21亿元，经营活动现金流净额-8.41亿元。截至2018年末，兴农担保期末担保在保责任余额555.80亿元，根据《融资担保责任余额计量办法》换算的期末融资担保责任余额为480.93亿元，融资担保放大倍数为4.89，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。2016-2017年，兴农担保担保业务分别发生代偿4.86亿元和2.95亿元，当期担保代偿率分别为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。

表 12 截至 2018 年 12 月末兴农担保主要财务指标情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益（万元）	984,177.85	976,891.10	874,526.19
资产负债率	57.14%	56.34%	44.05%
流动比率	2.07	3.02	2.57
营业总收入（万元）	74,286.43	61,172.91	63,625.09
利润总额（万元）	22,054.00	18,277.22	22,369.84
净资产收益率	2.23%	1.60%	2.78%

经营净现金流（万元）	-84,126.91	-47,365.59	-34,144.75
当期担保发生额（万元）	-	2,897,177.80	2,011,408.35
期末在保责任余额（万元）	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金（万元）	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
当期担保代偿率	-	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	-	17.38%	0.00%

注：2017 年财务数据来源于公司 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月30日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

2018年，公司外部环境仍较好，汝城县经济保持增长，为公司发展提供了良好基础；公司获得的外部支持力度较大，提升了公司的利润水平；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可有效提升本期债券的信用水平。

同时，中证鹏元关注到未来公司市政基础设施建设可能存在一定的波动，土地整理业务存在较大不确定性；存货、应收账款和其他应收款占公司总资产的比重高，资产流动性较弱；公司在建项目资金需求较大，面临一定资金压力。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	16,580.37	4,849.89	5,734.59
应收账款	21,902.87	26,169.58	28,888.90
其他应收款	53,158.94	29,832.16	14,183.78
存货	376,961.73	385,074.31	389,624.76
流动资产合计	468,603.90	445,925.94	438,694.32
固定资产	848.91	911.71	978.99
非流动资产合计	965.12	1,027.92	1,095.20
总资产	469,569.02	446,953.86	439,789.51
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,590.93	1,105.81	5,765.82
其他应付款	31,499.52	19,022.25	17,533.93
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	33,271.16	20,295.44	23,428.00
长期借款	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00
总负债	33,271.16	20,295.44	23,428.00
有息债务	0.00	0.00	0.00
所有者权益	436,297.86	426,658.42	416,361.52
营业收入	21,413.34	25,747.89	31,798.58
其他收益	1,321.62	1,890.15	0.00
营业利润	3,724.31	5,321.97	4,893.08
营业外收入	6,534.04	6,048.1	7,254.22
利润总额	10,258.34	11,367.62	12,147.05
经营活动产生的现金流量净额	11,730.47	-884.69	32,486.85
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	-27.66
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	-27,908.40
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	10.69%	17.37%	17.65%
收现比	1.23	1.14	0.76
产权比率	7.63%	4.76%	5.63%
资产负债率	7.09%	4.54%	5.33%
流动比率	14.08	21.97	18.73
速动比率	2.75	3.00	2.09

EBITDA（万元）	10,321.14	11,434.90	12,215.00
EBITDA 利息保障倍数	-	-	6.20

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$

附录三 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。