

2019 年井冈山市国有资产经营管理有限公司

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【516】号 01

债券简称：
19 井冈国资债/19 井冈
债

增信方式：第三方保证
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：7.00 亿
元

债券到期日期：
2026 年 04 月 01 日
债券偿还方式：
按年付息，债券存续期
第 3-7 年每年偿还发行
本金的 20%

分析师

姓名：
龚程晨 韩晨皓

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchch@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

2019 年井冈山市国有资产经营管理有限公司 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 26 日	2019 年 03 月 12 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”）对井冈山市国有资产经营管理有限公司（以下简称“井冈山国资”或“公司”）及其 2019 年 4 月 1 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年跟踪评级结果为：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。该等级的评定是考虑到公司获得较大力度的外部支持，在建项目规模较大，业务持续性较好且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。同时我们也关注到公司整体资产流动性较弱，面临较大资金支出压力，有息债务快速增加，面临一定偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司在建项目规模较大，业务持续性较好。截至 2018 年末，公司在建项目规模较大，计划总投资 60.60 亿元，业务持续性较好。
- 公司继续得到地方政府支持。2018 年，公司获得政府补助 7,556.66 万元，提升了公司盈利能力。
- 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，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**2018 年末，公司存货和应收款项占总资产的比重为 84.62%，存货以工程代建成本和土地使用权为主，应收款项以应收井冈山市财政局的款项为主，回收时间受政府财政资金安排影响，具有一定不确定性，公司整体资产流动性较弱。
- **在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**截至 2018 年末，公司在建项目尚需投入资金 43.03 亿元，面临较大资金压力。
- **公司有息债务快速增加，面临一定偿债压力。**2018 年末，公司有息债务规模为 25.74 亿元，占负债总额的 92.85%，同比增长 25.27%；公司资产负债率较 2017 年末提升 4.68 个百分点至 29.32%，债务压力持续增加，面临一定偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	945,741.59	877,212.68	823,500.89
所有者权益	668,483.31	661,107.88	642,509.80
有息债务	257,448.00	205,515.00	171,930.00
资产负债率	29.32%	24.64%	21.98%
流动比率	57.63	30.39	31.03
营业收入	70,968.70	62,116.32	72,344.24
其他收益	7,556.66	14,289.09	-
营业外收入	40.30	0.23	14,389.55
利润总额	7,606.49	11,731.35	16,479.67
综合毛利率	4.19%	7.58%	8.19%
EBITDA	10,847.61	19,256.76	20,178.04
EBITDA 利息保障倍数	1.10	2.19	3.28
经营活动现金流净额	-18,940.52	-50,856.16	-24,073.45

资料来源：公司 2016-2018 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
当期担保代偿率	7.77%	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	28.75%-	17.38%	0.00%

注：1、2017年财务数据来源于兴农担保2018年审计报告期初数（上期数）

资料来源：兴农担保2016年、2018年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月1日发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于井冈山市工业园区标准化厂房建设项目。截至2019年5月17日，本期债券募集资金专项账户余额为3.92亿元。

二、发行主体概况

截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本仍为5,000万元，控股股东仍为井冈山市财政局，实际控制人仍为井冈山市人民政府。跟踪期内公司主营业务、合并范围亦未发生变化。

图1 截至2019年5月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

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	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

导意见》（国办发
[2018]101号）

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

井冈山市经济保持良好增长趋势，工业经济发展较为薄弱，产业结构仍以第三产业为主

2018年井冈山市实现地区生产总值76.45亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%，保持快速增长。三次产业结构由2017年的9.9:28.2:61.9调整为2018年的7.0: 25.2: 67.8，产业结构仍以第三产业为主，且第三产业占比持续提升。2018年，井冈山市人均GDP为4.55万元，为全国人均GDP的70.33%，低于全国平均水平。

工业经济方面，2018年井冈山市规模以上工业增加值同比增长9.6%，全市规模以上工业企业工31家，较上年增加1家。整体来看，井冈山市工业经济发展仍较为薄弱。2018年井冈山市固定资产投资增速为10.8%，增速较上年下降2.5个百分点。消费对井冈山市经济增长起到一定拉动作用，2018年井冈山市社会消费品零售总额实现26.53亿元，按可比价格增速为11.4%，增速较上年下降1.7个百分点，消费增长动力略显不足。

表2 2017-2018 年井冈山市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	76.45	9.4%	70.55	9.6%
第一产业增加值	5.37	3.9%	7.02	4.8%
第二产业增加值	19.27	7.2%	19.88	6.3%
第三产业增加值	51.81	11.3%	43.66	12.0%
固定资产投资	-	10.8%	82.39	13.3%
社会消费品零售总额	26.53	11.4%	27.10	13.1%
进出口总额（万美元）	-	-	1,631.00	45.5%
存款余额	-	-	99.34	12.6%
贷款余额	87.02	20.4%	72.25	16.1%
人均 GDP（元）		45,466		44,617
人均 GDP/全国人均 GDP		70.33%		74.79%

注：2018 年人均 GDP 根据 2017 年全市总人口计算。

资料来源：2017 年井冈山市国民经济和社会发展统计公报、2018 年数据来自井冈山市统计局，中证鹏元整理

2018年井冈山市实现公共财政收入6.06亿元，同比增长14.1%，其中税收收入4.10亿元，占公共财政收入比重为67.69%；实现政府性基金收入1.59亿元，同比增长98.4%；同期井冈山市公共财政支出为22.39亿元，同比增长10.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为27.08%。

四、经营与竞争

作为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司承担着井冈山市基础设施建设、国有资产经营处置等职能，营业收入主要来自于基础设施代建业务。2018年公司实现工程施工收入6.96亿元，同比上升15.67%，依然是公司营业收入的主要来源。此外，经营和处置政府授权范围内的国有资产、自有房屋及商铺对外出租以及经营井冈山米兰花酒店管理有限公司（以下简称“米兰花酒店”）也给公司带来了一定的收入。毛利率方面，公司基础设施代建业务按照工程成本加成一定比例的利润进行回购，2018年公司代建收入增值税征收方式改为简易征收法，使得公司工程施工业务毛利率下滑3.18个百分点至3.74%，租赁业务毛利率明显下降，资产经营处置业务和餐饮客房收入毛利率相对较高但收入规模较小。总体来看，2018年公司综合毛利率为4.19%，较上年下降3.39个百分点。

表3 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	69,584.96	3.74%	60,160.30	6.92%
资产处置收入 ¹	142.13	100.00%	1,176.25	24.00%
租赁收入	1,023.63	11.15%	675.82	31.95%
餐饮客房收入	217.98	51.93%	103.94	43.64%
合计	70,968.70	4.19%	62,116.32	7.58%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施投资建设规模较大，业务持续性较好，但目前在建项目资金需求量较大，公司面临较大的资金压力

基础设施建设业务主要由子公司井冈山市城市建设投资开发有限公司（以下简称“井冈山城投”）、井冈山市文化旅游发展有限公司（“井冈山文旅”）和井冈山市新城投资发展有限公司（以下简称“井冈山新城”）负责。从收益实现方式看，公司基础设施建设

¹ 2018 年公司资产处置收入以毛利列示。

业务主要分为委托代建和自主运营两类。业务模式方面，委托代建模式系井冈山市人民政府（委托人）与公司各子公司签署项目代建合作协议，委托公司各子公司作为城市基础设施建设的投资主体，各子公司按照委托人的要求全权负责项目资金筹措、建设和管理，每年按照经审计确认的项目投入成本（包括工程建设成本、管理费、利息支出等）并加成7%左右的收益作为营业收入，同时结转相应成本。自主运营的项目建成后则由公司自持运营。

2018年公司与政府结算的项目数量较多，主要包括罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目、井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目和井冈山市农村公路发行项目一期等项目，公司确认委托代建收入6.96亿元，同比上升15.67%。从毛利率来看，2018年公司代建收入增值税征收方式改为简易征收法，使得公司工程施工业务毛利率为3.74%，下滑3.18个百分点。

随着井冈山市基础设施开发建设进度的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足，业务持续性较好。目前公司在建的基础设施代建项目包括井冈山全域旅游建设项目、井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目、井冈山市农村安全饮水工程建设项目和井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目等，自营项目包括本期债券募投项目井冈山市工业园区标准化厂房建设项目和电子信息标准化厂房项目。需要注意的是，自营项目建成后公司通过对外出租收回投资成本及实现收益，但项目收益能否达到预期受宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在一定的不确定性。截至2018年末，公司在建项目预计总投资为60.60亿元，已投资17.57亿元，未来尚需投资43.03亿元，资金规模较大，面临较大的资金压力。

表4 截至2018年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	业务模式
井冈山全域旅游建设项目	200,000.00	30,000.00	代建
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	87,096.23	2,817.96	自营
井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目	76,500.00	15,732.20	代建
井冈山市农村安全饮水工程建设项目	71,500.00	41,853.00	代建
井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目	52,300.00	32,300.27	代建
井冈山市美丽乡村扶贫建设项目	37,569.38	7,842.00	代建
电子信息标准化厂房项目	28,990.00	6,285.15	自营
井冈山市农村公路改造项目一期	27,865.00	19,851.18	代建
拿山河综合治理工程	14,385.16	11,975.91	代建
井冈山市城区污水处理设施及管网建设项目	5,000.00	4,501.73	代建
井冈山市易地搬迁及深山移民项目	2,980.00	1,743.00	代建
井冈山市高标准农田建设	1,830.00	753.45	代建

合计	606,015.77	175,655.85	-
----	------------	------------	---

资料来源：公司提供

资产经营处置收入规模存在一定波动性；房屋租赁业务和酒店业务对公司收入形成一定补充

公司承担着井冈山市内国有资产经营处置职能，对政府授权范围内的国有资产进行经营、管理及处置，提高资产的营运效益。公司在井冈山市政府的指示下履行国有资产处置的职能，每年处置资产主要来自于政府安排，近年来公司处置的资产主要有房屋、车辆、废旧物资等。公司资产经营收入主要来自于井冈山市大部分市政资产经营收入，如民政局、国土局、建设局等部门下属的房屋出租收入、相关资产经营收入等。2018年公司实现资产处置毛利收入142.13万元，公司以毛利计价，毛利率为100.00%。

公司租赁收入来自于自有房屋及商铺对外出租获得的租金收入，该部分房屋及商铺大多为政府注入资产，包括龙市镇水务大厦、茨坪镇红军南路建委大厦、园林处综合楼、良景山庄、环山花园店面等。近年来公司房屋出租单价保持稳定，随着可出租资产增加，租赁收入呈小幅增长趋势，2018年公司实现租赁收入1,023.63万元，同比增加11.15%。公司可用于出租的房屋及商铺较多，租赁业务可持续性较好。

酒店业务系孙公司井冈山米兰花酒店管理有限公司（以下简称“米兰花公司”）负责运营的米兰花酒店经营业务。米兰花酒店位于井冈山市罗浮华润希望小镇，占地面积约8,840平方米，建筑面积2,280平方米，绿化率达42%。酒店拥有客房40余间，餐厅餐位60位，会议室1间，可同时接待60余人的会议培训、住宿及餐饮需求，系当地中高端酒店，于2017年7月正式试运营。2018年，米兰花酒店平均客房出租率60%左右，实现餐饮客房收入217.98万元，同比上升51.93%。

公司获得较大力度的外部支持

为保障项目建设顺利进行、增强公司实力，井冈山市政府在财政补贴方面给予公司较大支持。2018年公司获得政府对拿山河项目、农村公路改造项目和罗浮旅游扶贫试验区基础建设项目的补助收入合计7,556.66万元，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中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并范围未

发生变化。

资产结构与质量

2018年公司资产规模持续增长，但以应收款项、其他应收款和土地使用权为主，整体资产流动性较弱

截至 2018 年末，公司资产总额为 94.57 亿元，同比增长 7.81%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，占比达 90.30%，较上年基本持平。

公司货币资金主要为银行存款，2018年末账面价值为5.25亿元，同比增加41.58%，无使用受限情况。2018年末公司应收账款账面价值13.72亿元，同比增加61.19%，基本为应收井冈山市财政局的项目回购款。其他应收款为公司与其他单位的往来款，2018年末账面价值为14.98亿元，同比增长23.51%，其中应收井冈山市财政局的款项占比为95.58%。公司应收账款和其他应收款的回收时间受政府财政资金安排影响，具有一定不确定性，且规模较大，对公司营运资金形成较大占用。2018年末存货账面价值为51.33亿元，占资产总额的54.28%，主要系50.95亿元土地使用权，包含土地34宗，性质为商服用地和工业用地，存货无使用受限情况。

公司的非流动资产比例相对较小，主要为投资性房地产，系公司自有的房屋及建筑物，采用成本计量模式核算，2018年末账面价值为8.02亿元，同比小幅下降2.60%，主要系计提折旧所致。截至2018年末，账面价值合计5.11亿元的投资性房地产已用于抵押，抵押比率为63.65%。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但以应收款项、其他应收款和土地使用权为主，整体流动性较弱。

表5 2017-2018 年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	52,507.21	5.55%	37,087.10	4.23%
应收账款	137,156.38	14.50%	85,087.68	9.70%
其他应收款	149,823.78	15.84%	121,300.40	13.83%
存货	513,311.59	54.28%	547,086.83	62.37%
流动资产合计	854,000.32	90.30%	791,815.52	90.26%
投资性房地产	80,220.88	8.48%	82,363.27	9.39%
非流动资产合计	91,741.27	9.70%	85,397.16	9.74%
资产总计	945,741.59	100.00%	877,212.68	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入持续增长，但毛利率明显下滑，利润水平有所下降且盈利对政府补助的依赖程度仍然较高

公司营业收入主要来自于基础设施代建业务，2018年政府与公司结算的项目较多，实现营业收入7.10亿元，同比增长14.25%。公司目前在建基础设施项目较多，业务可持续性较好。毛利率方面，公司基础设施代建业务按照工程成本加成一定比例的利润进行回购，2018年公司代建业务增值税征收方式变化，使得代建业务毛利率明显下滑；资产经营处置业务和租赁业务毛利率相对较高但收入规模较小。2018年公司综合毛利率为4.19%，较上年明显下降，受此影响，2018年公司营业利润和利润总额同比分别下降35.38%和35.16%。

政府补助方面，2018年公司获得政府补助收入0.76亿元，占同期利润总额的比重为99.34%，公司盈利对政府补助的依赖度较大。

表6 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

盈利指标	2018 年	2017 年
营业收入	70,968.70	62,116.32
其他收益	7,556.66	14,289.09
营业利润	7,583.52	11,735.13
利润总额	7,606.49	11,731.35
综合毛利率	4.19%	7.58%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营回款情况变差，经营活动现金流持续净流出，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力

2018年公司收到市财政局的项目回购款较少，销售商品、提供劳务收到的现金2.11亿元，较上年大幅下降56.76%，收现比为0.30。2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金为21,465.18万元，同比下降62.27%，系部分应付施工方建设资金已于去年预付所致。公司其他与经营活动有关的现金主要为政府补助及往来款，2018年公司与政府部门及其他单位的往来款净流出规模减小，当年经营活动现金净流出规模大幅下降，但仍处于净流出的状态。

2018年，公司投资活动现金净流出规模为7,730.31万元。为维持整体现金流平衡，公司主要通过融资活动弥补资金缺口，公司融资渠道主要为银行借款，2018年公司取得银行借款98,428.00万元，偿还债务后筹资活动产生的现金净流入为42,090.95万元，考虑到公司

在建项目尚需投资规模较大，未来面临的资金压力仍较大。

表7 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.30	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	21,055.18	48,689.20
收到的其他与经营活动有关的现金	59,123.11	28,103.96
经营活动现金流入小计	80,178.29	76,793.16
购买商品、接受劳务支付的现金	21,465.18	56,894.78
支付的其他与经营活动有关的现金	77,191.23	70,706.35
经营活动现金流出小计	99,118.81	127,649.32
经营活动产生的现金流量净额	-18,940.52	-50,856.16
投资活动产生的现金流量净额	-7,730.31	-1,950.94
筹资活动产生的现金流量净额	42,090.95	35,792.82
现金及现金等价物净增加额	15,420.12	-17,014.28

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司负债规模快速增长，有息债务规模较大，面临一定的债务偿付压力

随着公司代建项目的持续投入，2018年末公司负债规模增至27.73亿元，同比增加28.30%。2018年末公司产权比率上升8.79个百分点至41.48%，所有者权益对负债的保障能力有所下降。

表8 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	277,258.28	216,104.80
所有者权益	668,483.31	661,107.88
产权比率	41.48%	32.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司仍以非流动负债为主，2018年末占比为94.66%，同比增加6.71个百分点。公司流动负债规模较小，一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，2018年末余额为0.4亿元。公司非流动负债主要为长期借款，是公司近年主要的融资来源，随着公司代建项目的持续投入，2018年公司长期借款同比增长39.64%，期末余额为25.34亿元，主要为质押借款、抵押借款和信用借款，质押资产包括井冈山风景区大门门票收费权及应收账款质押、公司对井冈山采阳科技新能源有限公司的投资收益权、应收井冈山市2016-2017年棚户区（城中村）改造项目政府购买服务资金及井冈山市农村安全饮水工程（一期）项目、井冈山市罗浮六八河综合治理项目、井冈山市罗浮旅游扶贫试验区基础设施建设项目签订的政

府购买服务协议项下所享有全部权益和收益。

表9 2017-2018 年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
短期借款	0.00	-	12,000.00	5.55%
应交税费	4,523.35	1.63%	2,011.30	0.93%
一年内到期的非流动负债	4,000.00	1.44%	12,020.00	5.56%
流动负债合计	14,818.55	5.34%	26,051.42	12.05%
长期借款	253,448.00	91.41%	181,495.00	83.98%
非流动负债合计	262,439.73	94.66%	190,053.38	87.95%
负债合计	277,258.28	100.00%	216,104.80	100.00%
有息负债	257,448.00	92.85%	205,515.00	95.10%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司有息债务 25.74 亿元，2019 年 4 月发行 7 亿元公司债券（即本期债券），有息债务规模进一步扩大。

2018 年末资产负债率为 29.32%，较 2017 年末提升 4.68 个百分点，EBITDA 利息保障倍数下降至 1.10，有息债务/EBITDA 大幅上升至 23.73。

整体来看，公司资产负债率虽然不高，但有息债务持续增长且规模较大，主要资产流动性较弱，仍面临一定的债务偿付压力。

表10 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	29.32%	24.64%
流动比率	57.63	30.39
速动比率	22.99	9.39
EBITDA（万元）	10,847.61	19,256.76
EBITDA 利息保障倍数	1.10	2.19
有息债务/EBITDA	23.73	10.67

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

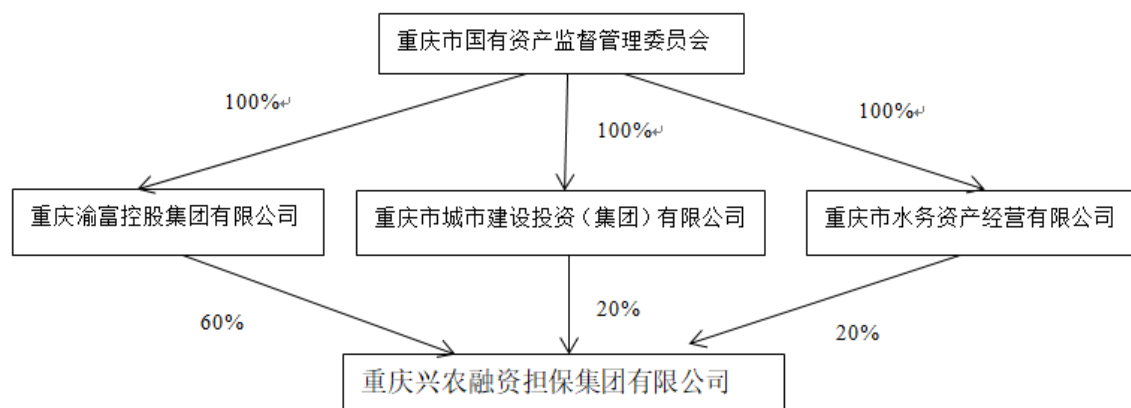
（一）本期债券保障措施分析

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

本期债券由兴农担保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的本金及利息，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。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。历经数次增资及股权变更，截至2018年末，兴农担保注册资本为30亿元，实收资本为29.50亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年末，兴农担保股权结构如图2所示。

图2 截至2018年末兴农担保股权结构



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；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。截至2018年末，兴农担保融资担保责任余额为480.93亿元，融资担保放大倍数为4.89。

表11 截至2018年12月末兴农担保主要财务指标情况（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
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	74,286.43	61,172.91	63,625.09
利润总额	22,054.00	18,277.22	22,369.84
净资产收益率	2.23%	1.60%	2.78%
当期担保发生额	3,061,505.41	2,897,177.80	2,011,408.35
期末在保余额	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
融资担保放大倍数	4.89	-	-
当期担保代偿率	7.77%	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	28.75%-	17.38%	0.00%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。
 资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告及兴农担保提供，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。

七、其他事项分析

（一）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16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

截至 2018 年 12 月末，公司在建基础设施项目投资总额为 60.60 亿元，公司在建项目规模较大，业务持续性较好；2018 年公司获得的外部支持力度仍较大且第三方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，截至 2018 年末公司存货和应收款项占总资产的比重为 84.62%，公司整体资产流动性较弱；截至 2018 年末，公司在建项目尚需投入资金 43.03 亿元，公司面临较大资金压力；2018 年末，公司有息债务规模为 25.74 亿元，占负债总额的 92.85%，同比增长 25.27%；公司资产负债率较 2017 年末提升 4.68 个百分点至 29.32%，

债务压力持续增加，面临一定偿债压力。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA-，本期债券信用等级维持为 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	52,507.21	37,087.10	54,101.37
应收账款	137,156.38	85,087.68	71,519.82
其他应收款	149,823.78	121,300.40	66,344.51
存货	513,311.59	547,086.83	546,515.57
投资性房地产	80,220.88	82,363.27	84,462.73
总资产	945,741.59	877,212.68	823,500.89
短期借款	-	12,000.00	1,500.00
应交税费	4,523.35	2,011.30	1,097.46
一年内到期的非流动负债	4,000.00	12,020.00	21,210.00
长期借款	253,448.00	181,495.00	149,220.00
总负债	277,258.28	216,104.80	180,991.09
有息债务	257,448.00	205,515.00	171,930.00
所有者权益	668,483.31	661,107.88	642,509.80
营业收入	70,968.70	62,116.32	72,344.24
其他收益	7,556.66	14,289.09	-
营业利润	7,583.52	11,735.13	2,091.63
净利润	7,375.43	11,383.69	15,908.67
经营活动产生的现金流量净额	-18,940.52	-50,856.16	-24,073.45
投资活动产生的现金流量净额	-7,730.31	-1,950.94	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	42,090.95	35,792.82	69,810.83
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	4.19%	7.58%	8.19%
收现比	0.30	0.78	0.31
产权比率	41.48%	32.69%	28.17%
资产负债率	29.32%	24.64%	21.98%
流动比率	57.63	30.39	31.03
速动比率	22.99	9.39	8.08
EBITDA（万元）	10,847.61	19,256.76	20,178.04
EBITDA 利息保障倍数	1.10	2.19	3.28
有息债务/EBITDA	23.73	10.67	8.52

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司(单位：万元)

子公司名称	子公司简称	注册资本	持股比例	业务性质
井冈山市城市建设投资开发有限公司	井冈山城投	13,000.00	90.00%	房屋建筑业
井冈山市文化旅游发展有限公司	井冈山文旅	16,400.00	82.33%	房屋建筑业
井冈山市新城投资发展有限公司	井冈山新城	26,000.00	70.00%	房屋建筑业
井冈山市工业园投资开发有限公司	工业园公司	10,000.00	51.00%	房屋建筑业
井冈山米兰花酒店管理有限公司	米兰花公司	500.00	100.00%	住宿业

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 +1 年内到期的非流动负债+长期借款

附录四 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。