信 用 等 级 通 知 书

东方金诚债跟踪评字 [2019]311 号

湖南梅山资源开发有限责任公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我公司对贵公司及“19 梅山开发债/19 梅山债”的信用状况进行了跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；同时维持“19 梅山开发债/19 梅山债”的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十五日

信 用 等 级 公 告

东方金诚债跟踪评字 [2019]311 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对湖南梅山资源开发有限责任公司主体及其发行的“19 梅山开发债/19 梅山债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持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；同时维持“19 梅山开发债/19 梅山债”信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十五日

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。

——“19 梅山开发债/19 梅山债”信用等级至到期兑付日有效；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 6 月 25 日

湖南梅山资源开发有限责任公司主体及“19 梅山开发债/19 梅山债”2019 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】311 号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

评级时间：2019 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

评级时间：2019 年 2 月 14 日

债券概况

债券简称：“19 梅山开发债/19 梅山债”

发行金额：不超过 7 亿元

存续期：2019 年 3 月 21 日至 2026 年 3 月 21 日

偿还方式：每年付息一次、分期偿还本金

评级小组负责人

卢　筱

评级小组成员

孟　洁

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，2018 年以来，益阳市安化县经济继续保持较快增长，经济实力位居益阳市各区、县（市）中游水平，经济实力依然较强；湖南梅山资源开发有限责任公司（以下简称“公司”）继续承担安化县内旧城改造、道路工程等基础设施建设及土地开发整理，业务仍具有较强的区域专营性；作为安化县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受土地开发整理和基础设施建设收入大幅下降影响，公司营业收入降幅明显；公司流动资产中变现能力较弱的应收账款、其他应收款和存货占比较高，资产流动性依然较弱；公司对外担保规模较大且新增对民营企业对外担保，存在一定的代偿风险；公司经营活动现金流净流出规模有所扩大，筹资活动净现金流由净流入转为净流出，整体现金流表现不佳。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）综合财务实力极强，为本期债券提供的连带责任保证担保具有极强的增信作用。

综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 梅山开发债/19 梅山债”的信用等级为 AAA。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

评级时间：2019 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

评级时间：2019 年 2 月 14 日

债券概况

债券简称：“19 梅山开发债/19 梅山债”

发行金额：不超过 7 亿元

存续期：2019 年 3 月 21 日至 2026 年 3 月 21 日

偿还方式：每年付息一次、分期偿还本金

评级小组负责人

卢　筱

评级小组成员

孟　洁

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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（万元）	85.09	102.12	100.33
所有者权益（万元）	42.91	43.40	43.91
全部债务（万元）	24.74	31.59	29.39
营业收入（万元）	2.72	4.52	2.64
利润总额（万元）	1.11	0.58	0.42
EBITDA（万元）	1.54	2.22	1.87
营业利润率（%）	20.86	18.75	21.03
净资产收益率（%）	2.23	1.13	1.01
资产负债率（%）	49.57	57.50	56.23
全部债务资本化比率(%)	36.57	42.12	40.09
流动比率（%）	411.04	316.81	243.42
全部债务/EBITDA（倍）	16.06	14.26	15.68
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	0.89	0.97

注：表中数据来源于公司提供的 2016 年～2018 年经审计的合并财务报表。

优势

- 2018 年以来，益阳市安化县经济继续保持较快增长，经济实力位居益阳市各区、县（市）中游水平，经济实力依然较强；
- 公司继续承担安化县内旧城改造、道路工程等基础设施建设及土地开发整理，业务仍具有较强的区域专营性；
- 作为安化县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持；
- 兴农担保集团综合财务实力极强，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。

关注

- 跟踪期内，受土地开发整理和基础设施建设收入大幅下降影响，公司营业收入降幅明显；
- 公司流动资产中变现能力较弱的应收账款、其他应收款和存货占比较高，资产流动性依然较弱；
- 公司对外担保规模较大且新增对民营企业对外担保，存在一定的代偿风险；
- 公司经营活动现金流净流出规模有所扩大，筹资活动净现金流由净流入转为净流出，整体现金流表现不佳。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及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”或“19梅山开发债/19梅山债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于湖南梅山资源开发有限责任公司（以下简称“梅山资源”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

梅山资源成立于2003年9月15日，初始注册资本为人民币100.00万元。历经数次增资，截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为人民币1.10亿元，安化县财政局为公司唯一股东和实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。

公司作为安化县重要的基础设施建设主体，继续负责安化县旧城改造、道路等基础设施建设及土地开发整理等业务。

截至2018年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共5家，较2017年末减少1家，为安化县医药总公司（以下简称“安化医药”）。

表1：截至2018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	安化城投	基础设施建设、土地整理开发	5000	100.0	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	20200	49.5	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	90.0	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	100.0	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	100.0	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

梅山开发发行的“19梅山开发债/19梅山债”为7年期附息式固定利率债券，发行金额7.0亿元，票面利率8.0%，起息日为2019年3月21日，到期日为2026年3月21日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，本期债券尚未到还本付息日。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。

本期债券募集资金全部用于安化县（梅城、东坪）标准化厂房建设项目，截至2019年4月24日，本期债券募集资金尚未使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1～3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1～3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1～2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1～3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1～3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1～3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1～3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1～3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1～2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1～3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1～3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1～3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1～3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1～3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1～3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

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；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

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。1995 年～2018 年，城镇化率由 29.04%增加至 59.58%，平均每年增长 1.3 个百分点，意味着平均每年约 2000 万农村人口流入城镇。1995 年～2017 年，基础设施建设投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，年均复合增长率为 18.52%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里，年均复合增长率为 4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018 年末 59.58%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～2017 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量由 0.88 辆增加至 37.50 辆，而人均城市道路面积仅由 8.10 平方米增加至 16.05 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。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。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。2018 年又有《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件出台。

城投企业是进行城市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 号文到新《预算法》，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，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018 年以来，随着发改办财金【2018】194 号文和财金【2018】23 号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财政补贴等更加规范化的方式来实现。

地区经济

1.益阳市

跟踪期内，益阳市地区经济继续保持较快增长，装备制造等九大工业支柱产

业发展势头较好，经济实力仍较强

2018 年，益阳市地区生产总值为 1758.38 亿元，同比增长 8.1%，增速有所回落但经济实力仍较强。同期，益阳市经济总量在湖南省下辖 14 个地级市（州）中（详见附件一）排名第 10 位，处于中下游水平。

表 2：2016 年～2018 年益阳市主要经济指标

单位：亿元、%

主要指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1484.18	7.8	1665.41	8.4	1758.38	8.1
固定资产投资	1315.68	14.1	1499.85	14.0	-	10.3
全部工业增加值	540.50	6.3	578.80	7.3	592.42	8.2
社会消费品零售总额	641.47	11.8	709.80	10.3	716.21	10.3
三次产业结构	18.6：40.5：40.9		17.2：38.8：44.0		14.0：38.1：47.9	

资料来源：2016 年～2018 年益阳市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

益阳市三次产业结构由 2017 年的 17.2：38.8：44.0 调整为 2018 年的 14.0：38.1：47.9，地区经济仍以第二、第三产业为主要推动力。2018 年，益阳市三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.2%、39.9%和 53.9%，第二、三产业对经济增长贡献率较高。

2018 年，益阳市装备制造等九大工业支柱产业发展势头较好，工业经济仍保持较快发展；新开工项目 242 个，新投产项目 216 个，新开工项目有奥士康第三科学园、艾华二期、佳纳能源等，投产运营项目有顺祥水产二期、口味王赫山基地、芙蓉云数据中心、软通动力、福德电气二期等。2018 年，益阳市全部工业增加值 592.42 亿元，同比增长 8.2%，其中规模以上工业企业增加值增长 8.1%，增速较 2017 年提高 0.3 个百分点。其中，九大主要行业增加值占全部规模以上工业的 87.9%，同比增长 8.8%；实现利润 76.88 亿元，占全部规模以上工业的 86.3%，较 2017 年增加了 0.4 个百分点。

跟踪期内，益阳市旅游、电子商务和房地产等第三产业仍保持较快增长。2018 年，益阳市接待国内外旅游者 3896.23 万人次，实现旅游收入 350.30 亿元，同比分别增长 1.67%和 48.56%；电子商务交易额为 457.18 亿元，同比增长 17.19%，位居湖南省各地级市排名第四位；商品房施工面积 1337.79 万平方米，同比增长 5.2%，销售面积 376.35 万平方米，同比增长 16.0%。

2.安化县

跟踪期内，安化县经济继续保持较快增长，经济实力位居益阳市各区、县（市）中游水平，经济实力依然较强

跟踪期内，安化县经济继续保持较快增长，经济实力位居益阳市各区、县（市）中游水平，经济实力依然较强。2018 年，安化县实现地区生产总值 233.46 亿元，同比增长 7.7%；人均地区生产总值为 27156 元，较 2017 年增加 1506 元。2018 年，安化县经济总量在益阳市各区、县（市）中排名第 4 位；人均地区生产总值排名

末位。

表 3：2018 年益阳市下辖各区、县（市）主要经济指标

单位：亿元、%

区、县（市）名称	地区生产总值		人均地区生产总值(元)	规上工业总产值增速	全社会固定资产投资增速	社会消费品零售总额
	金额	增速				
赫山区	375.16	8.3	-	14.3	13.1	134.00
沅江市	309.87	8.0	44551	8.1	6.9	99.85
桃江县	271.68	7.8	34211	-	11.7	105.17
安化县	**233.46**	**7.7**	**27156**	**10.6**	**7.1**	**111.55**
南县	225.20	8.2	35655	8.0	78.6	82.00
资阳区	176.50	8.2	41870	10.5	11.7	65.50
大通湖区	45.16	7.9	40953	12.0	10.3	14.24

资料来源：益阳市下辖各区、县（市）2018 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2018 年，安化县第三产业占比大幅提升，三次产业结构由 2017 年的 20.5：34.8：44.7 调整为 16.3：33.8：49.9；第一、二、三产业对经济增长的贡献率依次为 5.7%、22.8%和 71.5%，分别拉动 GDP 增长 0.4、1.8 和 5.5 个百分点。

安化县以黑茶为代表的农业产业发展较快。2018 年，安化县新建和改造茶园基地面积 2 万亩，茶园面积累计达 35 万亩，实现茶叶产量 6.83 万吨，同比增长 7.93%；实现茶叶加工量 8.2 万吨，综合产值 180 亿元，税收超 3 亿元。安化县荣获 2018 年中国茶业品牌影响力全国十强县，“安化黑茶”被湖南省政府认定为湖南品牌农产品三大公用品牌之一。

工业经济方面，受益于丰富的茶叶、中药材等资源，安化县以精制茶制造、医药制造等为主的支柱产业继续保持良好发展势头。2018 年，安化县新增规模工业企业 9 家，总数达 128 家，规模工业总产值和规模工业增加值同比分别增长 10.6%和 2.6%。华莱生物冷市三期全面竣工投产，万隆产业园 2 条砖茶生产线完成智能化生产改造，白沙溪首条自主研发手筑茯砖茶智能化生产线正式投产。中茶被认定为农业产业化省级龙头企业。

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。2018 年，安化县全年接待各类游客 650 万人次，同比增长 52.9%，实现旅游综合收入 52 亿元，同比增长 48.6%。旅游项目投资方面，2018 年，安化县完成旅游项目投资 23 亿元，云台山茶旅集团整合云上茶园、龙泉洞、神仙岩等景点资源全面建设云台山风景区，顺利通过“创建国家 4A 级旅游景区景观质量评价”。茶乡花海生态体验园完成艺术茶园、人工湖等一批项目建设，景区初具雏形。黑茶特色小镇黑茶文化广场基本建成，安化黑茶万隆博物馆、万隆茶馆建成运营。成功举办第四届湖南安化黑茶文化节，吸引 280 余家茶企参展，近十万茶商茶人参加。预计未来，随着一系列新增旅游项目的效应显现，以及旅游节事活动的开展，安化县在旅游业的带动下，第三产业将继续保持较快增长。

跟踪期内，安化县固定资产投资保持较快增长。2018 年，安化县 90 个县级重点项目完成投资 72 亿元，马安高速提前通车，金鑫新材料、金叶油业油厂、中茶改扩建等一批工业项目建成，晟能源生物质发电项目完成厂房主体建设，芙蓉山

风电项目建成并网发电。在此推动下，2018 年安化县固定资产投资同比增长 7.1%，其中工业固定资产投资同比增长 28.8%，房地产开发投资同比增长 16.5%。

财政状况

1. 益阳市

跟踪期内，益阳市财政收入稳步增长，财政实力依然较强

2018 年，益阳市财政收入[1]为 364.42 亿元，同比增长 7.65%。其中一般公共预算收入为 71.05 亿元，同比增长 2.02%。同期，益阳市获得上级补助收入 209.44 亿元，同比下降了 8.11%，占比财政收入的比重为 57.47%，较 2017 年下降了 8.39 个百分点，但仍保持较大规模，是益阳市财政收入的主要构成。

同期，受益于益阳市房地产市场较为活跃，益阳市获得政府性基金收入 83.93 亿元，同比增长 104.96%，其中国有土地使用权出让收入 59.48 亿元，同比增长 51.97%。

表 4：2016 年～2018 年益阳市财政收支状况

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
政府性基金收入	39.81	40.95	83.93
上级补助收入	223.70	227.93	209.44
财政收入	**331.54**	**338.52**	**364.42**
一般公共预算支出	310.39	334.57	356.11
政府性基金支出	37.01	45.80	75.36
财政支出	**347.40**	**380.37**	**431.47**

资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，益阳市财政支出[2]规模继续扩大至 356.11 亿元，同比增长 6.44%；政府性基金支出为 75.36 亿元，同比增长 64.53%。同期，财政自给率[3]为 19.95%，较 2017 年下降 0.86 个百分点，一般公共预算收入对支出的覆盖程度继续减弱。

截至 2018 年末，益阳市市本级政府性债务余额 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

安化县一般公共预算收入保持较快增长，以税收收入为主；地方财政自给程度极弱

2018 年，安化县实现一般公共预算收入 7.52 亿元，同比增长 9.1%。安化县

[1] 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。
[2] 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出。
[3] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

税收收入在一般公共预算收入中占比较高，2018 年为 73.94%，较 2017 年提高 1.51 个百分点，主要以增值税、企业所得税、个人所得税和契税为主。

同期，安化县实现一般公共预算支出 64.79 亿元，同比增长 14.8%。2018 年，安化县地方财政自给率由 2017 年的 12.17%下降到 11.61%，地方财政自给程度极弱。

表 5：安化县主要财政指标情况

单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
一般公共预算收入	6.75	6.89	7.52
其中：税收收入	4.75	4.99	5.56
非税收入	2.00	1.90	1.96
一般公共预算支出	53.83	56.60	64.79

资料来源：公开资料，东方金诚整理

根据安化县财政局网站，截至 2018 年末，安化县地方政府一般债务余额 33.25 亿元，专项债务余额 7.77 亿元，债务总额 41.02 亿元。

业务运营

经营概况

受土地开发整理和基础设施建设收入大幅下降影响，跟踪期内，公司营业收入降幅明显，但毛利率保持增长

跟踪期内，公司作为安化县重要的基础设施建设主体，继续负责安化县旧城改造、道路等基础设施建设及土地开发整理等业务。

受土地开发整理和基础设施建设收入大幅下降影响，跟踪期内，公司营业收入降幅明显。2018 年，受当年经安化县财政局审定的项目投资成本较少影响，公司基础设施建设收入大幅下降；同期，土地开发整理收入大幅下降，主要受跟踪期发生的土地开发整理成本较少影响。跟踪期内，受原子公司安化医药划出影响，公司未实现医药零售批发收入。

2018 年，公司实现毛利润 0.57 亿元，较 2017 年减少 0.30 亿元。同期，公司综合毛利率为 21.71%，较 2017 年提高 2.53 个百分点。

表 6：2016 年～2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**27193.26**	**100.00**	**45248.58**	**100.00**	**26364.68**	**100.00**
土地开发整理	5033.77	18.51	5675.43	12.54	1977.22	7.50
基础设施建设	15789.93	58.07	31179.19	68.91	19281.94	73.14
租赁	2951.96	10.86	3303.12	7.30	3081.18	11.69
医药零售批发	2507.72	9.22	3163.93	6.99	-	-
其他	909.89	3.35	1926.90	4.26	2024.35	7.68
毛利润	**5826.39**	**100.00**	**8678.57**	**100.00**	**5723.47**	**100.00**
土地开发整理	838.96	14.40	945.91	10.90	329.54	5.76
基础设施建设	2631.65	45.17	4953.13	57.07	3213.66	56.15
租赁	1809.08	31.05	2147.53	24.75	1918.34	33.52
医药零售批发	468.59	8.04	685.39	7.90	-	-
其他	78.10	1.34	-53.39	-0.62	261.93	4.58
综合毛利率	**21.43**		**19.18**		**21.71**	
土地开发整理	16.67		16.67		16.67	
基础设施建设	16.67		15.89		16.67	
租赁	61.28		65.02		62.26	
医药零售批发	18.69		21.66		-	
其他	8.58		-2.77		12.94	

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司继续承担安化县旧城改造、道路工程等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；但受当年经安化县财政局审定的项目投资成本较少影响，公司基础设施建设收入大幅下降

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，该业务仍主要由子公司安化城投和子公司创圆建投负责，区域范围和业务模式均未发生变化。

2018 年，受当年经安化县财政局审定的项目投资成本较少影响，公司基础设施建设收入大幅下降 38.16%。当期，公司实现基础设施建设收入 1.93 亿元，主要为对驾考场、迎春路项目、茓江农贸市场、梅城污水处理项目防洪堤工程等进行了收入确认。同期，基础设施建设业务毛利率为 16.67%，较 2017 年提高 0.78 个百分点。

表 7：2016 年～2018 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
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
荚江农贸市场	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**
防洪堤工程	626.29	751.55
黄沙坪古茶市	484.19	581.03
安化县垃圾处理项目	8.00	9.60
2013 年公租房项目	18.89	22.67
2014 年公租房项目	197.00	236.40
县城污水处理项目	75.00	90.00
梅城污水处理项目	1516.09	1819.31
驾考场	2177.57	2613.08
陶澍文化广场项目	47.68	57.22
迎春路项目	2055.24	2466.29
梅城管网工程	504.34	605.21
驾培中心	1.54	1.85
荚江农贸市场	8356.45	10027.74
2018 年合计	**16068.28**	**19281.94**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司主要在建基础设施项目为仙溪镇区开发项目、湾竹塘项目、建设路项目、大码头大桥和中国黑茶产业园项目，截至 2018 年末，上述项目投资余额为 12.64 亿元。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。同期末，公司无拟建基础设施项目。

表 8：截至 2018 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	投资余额
仙溪镇区开发项目	代建	1428.56
湾竹塘项目	代建	1024.80
建设路项目	代建	765.56
大码头大桥	代建	557.02
公安局大院	代建	337.54
沿江路改造工程	代建	300.00
中国黑茶产业园	自建	114674.76
安化县中医药产业园	自建	3689.95
高明工业园	自建	3577.97
合计	-	**126356.16**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地开发整理

受跟踪期内发生的土地开发整理成本较少影响，公司土地开发整理收入大幅下降；土地开发整理收入易受安化县土地出让计划安排和国家政策影响，存在一定的不确定性

跟踪期内，公司土地开发整理业务仍由子公司安化城投负责，区域范围和业务模式均未发生变化。

跟踪期内，公司主要对安化县玉溪片区、梅城北区和城西片区的土地进行了开发整理工作。2018 年，公司确认土地开发整理收入 0.20 亿元，同比下降 65.16%，主要系当年发生的土地开发整理成本较少。公司土地开发整理收入易受安化县土地出让计划安排和国家政策影响，存在一定的不确定性。

表 9：2016 年～2018 年公司土地开发整理业务情况

单位：万元

项目名称	结转成本金额	确认收入金额
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**
玉溪土地	1005.81	1206.97
梅城北区	0.17	0.20
城西片区	641.70	770.05
2018年合计	**1647.68**	**1977.22**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

租赁

跟踪期内，公司租赁收入略有下降，但毛利率依然维持在较高水平

公司租赁业务由本部负责，租赁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。跟踪期内，公司资产出租对象仍以当地企业和个体户为主，实现租赁收入0.31亿元，同比下降6.72%；毛利率为62.26%，毛利水平很高。

外部支持

公司是安化县重要的基础设施建设主体，跟踪期内在财政补贴方面继续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（以下简称“扶贫开发”）和安化县交通建设投资开发有限公司（以下简称“安化交投”）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，跟踪期内，在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

公司是安化县重要的基础设施建设主体，跟踪期内在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持。2018年，公司收到财政补贴1.18亿元。

考虑到公司将继续在安化县基础设施建设领域发挥重要作用，预计公司未来仍将得到股东及相关各方的有力支持。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司高级管理人员曾发生变更。公司治理结构和组织架构未发生其他重大变化

财务分析

财务质量

公司提供了2018年合并财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018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。跟踪期内，公司未更换会计师事务所。

截至2018年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共5家，较2017年末减少1家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，仍以流动资产为主，且流动资产中变现能力较弱的应收账款、其他应收款和存货占比较高，资产流动性依然较弱

2018年末，公司资产总额为100.33亿元，同比下降1.75%，其中流动资产占比65.60%，公司资产仍以流动资产为主。

跟踪期内，公司流动资产有所下降，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018 年末上述四项合计金额为 64.81 亿元，占流动资产的 98.48%。

表 10：2016 年以来公司资产构成情况

单位：亿元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产总计	**58.18**	**71.84**	**65.82**
其中：货币资金	16.98	27.14	14.72
应收账款	10.39	12.29	14.13
其他应收款[4]	7.11	10.91	15.07
存货	20.86	20.53	20.88
非流动资产总计	**26.90**	**30.28**	**34.51**
其中：投资性房地产	11.63	11.74	11.86
固定资产	8.96	8.67	8.60
在建工程	4.98	8.53	12.57
资产总计	**85.09**	**102.12**	**100.33**

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司货币资金主要为银行存款及其他货币资金。2018 年末同比下降 45.75%，主要系支付建设项目工程款以及偿还借款所致。同期末，公司货币资金中银行存款 9.71 亿元；其他货币资金 5.01 亿元，其中使用权受限的货币资金 4.50 亿元。

2018 年末，公司应收账款为 14.13 亿元，同比增长 15.03%，欠款单位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 14.12 亿元，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。截至 2018 年末，公司应收账款共计提坏账准备 65.46 万元。

公司其他应收款主要为与关联单位和政府部门的往来款。2018 年末，公司其他应收款为 15.07 亿元，同比增长 38.19%，主要系新增应收安化交投、安化县国资局、安化皇园茶旅产业扶贫开发有限公司（以下简称“安化皇园茶旅”）及安化县财政局的往来款所致。2018 年末，公司其他应收款前五名应收对象分别为安化交投、扶贫开发、安化县国资局、安化皇园茶旅和安化县财政局，合计欠款余额为 8.49 亿元，账龄以 1～4 年为主；公司对其他应收款计提坏账准备 0.86 亿元。总体来看，公司其他应收款存在一定的流动性风险。

2018 年末，公司存货为 20.88 亿元，同比增长 1.73%，主要为土地使用权和基础设施及土地开发整理成本。其中土地使用权 19.13 亿元，均已取得土地使用权证，并缴纳土地出让金，占存货比重的 91.63%。

跟踪期内，公司非流动资产保持增长，主要由投资性房地产、固定资产和在建工程构成，合计占非流动资产的比例为 95.68%。

2018 年末，公司投资性房地产为 11.86 亿元，同比增长 0.99%，主要为政府划拨的经营性房产；固定资产为 8.60 亿元，同比下降 0.91%，主要为房屋及建筑物；在建工程为 12.57 亿元，同比增长 47.28%，主要系中国黑茶产业园的新增投资导致。公司计入在建工程的自建项目均将在完工后转入固定资产或者投资性房

[4] 不含应收利息及应收股利。

地产，用于自用或者对外出租。

截至 2018 年末，公司受限资产合计 32.02 亿元，占资产总额的 31.91%，占比较 2017 年末增加 7.66 个百分点，资产受限程度较高。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模略有增长，权益结构保持不变

2018 年末，公司所有者权益为 43.91 亿元，同比增长 1.18%。其中，实收资本未发生变化，为 1.10 亿元；资本公积为 37.47 亿元，较 2017 年末增加 0.11 亿元；未分配利润为 5.42 亿元，较 2017 年末增加 0.65 亿元，为经营利润累积。

跟踪期内，公司负债规模有所下降，仍以非流动负债为主

2018 年末，公司负债总额有所下降，仍以非流动负债为主，占比 52.08%。

表 11：2016 年以来公司负债构成情况

单位：亿元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债总计	**14.16**	**22.68**	**27.04**
其中：其他应付款	9.70	16.82	19.81
一年内到期的非流动负债	2.89	3.45	4.44
非流动负债总计	**28.02**	**36.04**	**29.38**
其中：长期借款	13.28	19.21	15.62
应付债券	7.88	7.88	6.28
长期应付款	6.74	8.80	7.29
负债总计	**42.17**	**58.72**	**56.42**

注：公司其他应付款不含应付利息和应付股利；长期应付款不包含专项应付款。
资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司流动负债快速增长，仍以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2018 年末，公司流动负债为 27.04 亿元，同比增长 19.23%。同期末，其他应付款为 19.81 亿元，同比增长 17.77%，主要为应付的往来款。2018 年末，公司账龄超过一年的重要其他应付款对象为安化县羽城建设投资有限责任公司，应付金额为 6.51 亿元。

同期末，公司一年内到期的非流动负债为 4.44 亿元，同比增长 28.76%，其中一年内到期的长期借款 1.16 亿元；一年内到期的应付债券 1.60 亿元；一年内到期的长期应付款 1.68 亿元。

2018 年末，公司非流动负债为 29.38 亿元，同比下降 18.49%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，上述三项合计占非流动负债的 99.38%。

2018 年末，公司长期借款为 15.62 亿元，同比下降 18.67%。2018 年末，公司长期借款中抵押借款 6.15 亿元；质押借款 5.92 亿元；信用借款 3.55 亿元。

同期末，公司应付债券为 6.28 亿元，同比下降 20.30%，主要系公司将一年内到期的应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致；长期应付款为 7.29 亿元，同比下降 17.12%，主要为安化县财政局政府置换债券 4.16 亿元和与安化县内医院

的往来款 2.57 亿元等。

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务负担有所减轻，但新增对民营企业对外担保，代偿风险上升

有息债务方面，2018 年末，公司全部债务为 29.39 亿元，同比下降 6.96%，占负债总额的 52.09%。其中长期有息债务为 24.47 亿元，同比减少 3.03 亿元；短期有息债务为 4.92 亿元，同比增加 0.83 亿元。

同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.23%和 40.09%，同比分别下降 1.27 个和 2.03 个百分点，整体债务负担有所减轻。

跟踪期内，公司新增对民营企业担保，代偿风险上升。截至 2018 年末，公司对外担保金额为 29.76 亿元，担保比率为 67.77%，对外担保规模较大；其中对民营企业担保金额为 0.32 亿元，面临一定的代偿风险。

表 12：截至 2018 年末公司对外担保情况

单位：万元

担保人	被担保人	企业性质	担保金额	到期期限
梅山担保	安化梅山文化生态园旅游开发有限责任公司	民企	1000.00	2019-9-30
梅山担保	安化县众鑫实业开发有限公司	民企	1000.00	2019-10-8
梅山担保	湖南金鑫新材料股份有限公司	民企	1000.00	2021-6-25
梅山担保	湖南省千秋界茶叶有限公司	民企	170.00	2021-11-21
安化县鑫源房地产开发有限责任公司[5]	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	6242.36	2032-12-27
创圆建投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	27500.00	2023-6-26
创圆建投	安化县水务建设投资有限责任公司	国企	6000.00	2019-3-1
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	65000.00	2031-9-1
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	58000.00	2041-9-1
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	30000.00	2023-7-1
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	29000.00	2032-4-1
安化城投	安化县水务建设投资有限责任公司	国企	29000.00	2032-4-1
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	6000.00	2019-11-1
安化城投	湖南省保障性安居工程投资有限公司	国企	26476.82	2029-9-24
安化城投	安化县羽城建设投资有限责任公司	国企	11200.00	2032-9-17
合计	-	-	**297589.18**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅下降，利润总额对财政补贴依赖很强，盈利能力依然较弱

2018 年，公司营业收入为 2.64 亿元，同比下降 41.73%，主要系基础设施建

[5] 为安化城投子公司。

设和土地开发整理收入减少所致。同期，公司营业利润率为21.03%，较2017年增加2.28个百分点；期间费用为1.15亿元，占营业收入的比重为43.57%，占比较2017年上升了21.92个百分点，主要系营业收入下降，而以管理费用和财务费用为主的期间费用规模有所上升导致。

公司利润总额对政府补贴收入的依赖较大。2018年，公司利润总额为0.42亿元，其中政府补贴收入为1.18亿元，补贴收入占利润总额的比重为278.25%，利润总额对财政补贴依赖很强。

公司盈利能力依然较弱。2018年，公司总资本收益率为1.71%，较2017年上升0.18个百分点；净资产收益率为1.01%，较2017年下降0.12个百分点。

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模有所扩大，筹资活动净现金流由净流入转为净流出，整体现金流表现不佳

2018年，公司经营活动现金流入为20.93亿元，受当期往来款形成的现金流入规模减少影响较2017年减少10.26亿元，仍主要为收到政府财政补贴和往来款等形成的现金流入；同期，公司现金收入比为30.40%,较2017年提高22.21个百分点，但现金回笼情况依然很差。2018年，公司经营活动现金流出为29.27亿元，受支付的基础设施及土地开发整理成本以及支付的往来款影响较2017年下降9.23亿元，仍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。同期，公司经营活动产生的现金流净额为-8.33亿元，较2017年下降1.02亿元，经营活动现金流净流出规模有所扩大。

2018年，公司投资活动现金流入为10.81亿元，较2017年增加8.95亿元，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出为9.31亿元，较2017年增加8.77亿元，主要为投资所支付的现金增加所致。同期，公司投资活动产生的现金流净额为1.49亿元，较2017年增加0.17亿元。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流入为0.98亿元，较2017年减少14.63亿元，主要系对外借款减少所致；筹资活动现金流出为6.55亿元，较2017年增加2.59亿元，主要系偿还债务所支付的现金增多。同期，公司筹资活动产生的现金流净额为-5.57亿元，较2017年减少17.22亿元。跟踪期内，公司筹资活动净现金流由净流入转为净流出，筹资活动净现金流状况欠佳。

2018年,公司现金及现金等价物净增加额为-12.41亿元,较2017年下降18.07亿元，整体现金流表现不佳。

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，公司实际偿债能力依然较强

2018年末，公司流动比率为243.42%，同比下降73.39个百分点；速动比率为166.19%，同比下降60.10个百分点；现金比率为54.45%，同比下降65.21个百分点，对流动负债的保障能力较弱。同时，公司流动资产中变现能力较弱的应收账款、其他应收款和存货占比较高，资产流动性依然较弱，对短期债务的保障

程度有所较弱。同期，公司货币资金对短期有息债务的比率为 2.99 倍，较 2017 年下降 3.64 个百分点，货币资金对短期债务的保障程度有所下降。

从长期偿债能力来看，2018 年末，公司长期债务资本化比率为 35.79%，同比下降 3.00 个百分点；同期，公司全部债务/EBITDA 为 15.68 倍，同比上升 1.42 倍。EBITDA 对全部债务的保障程度仍较弱。

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，继续得到股东及相关各方的有力支持，东方金诚认为公司的实际偿债能力依然较强。

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（自主查询版），截至 2019 年 6 月 4 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的“16 益阳集合债 01/16 益集 01”和“16 益阳集合债 02/16 益集 02”，尚未到还本日，已按时支付到期利息；于 2019 年发行的“19 梅山开发债/19 梅山债”尚未到还本付息日。

抗风险能力

基于对益阳市及安化县经济实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，东方金诚认为公司抗风险能力较强。

增信措施

兴农担保集团综合财务实力极强，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管管理委员会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、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 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 2018 年末，兴农担保集团实收资本为 29.50 亿元。

兴农担保集团以担保为主业并提供多元化金融服务，主要包含担保业务和资金业务两大板块。近年来，兴农担保集团营业收入明显回升，主要是得益于直接融资担保业务规模的快速扩张。2016 年以来，兴农担保集团担保业务以间接融资担保主要定位于服务“三农”和中小企业，支持农村金融发展。截至 2018 年末，兴农担保集团间接融资担保余额 161.51 亿元，其中涉农担保余额 87.08 亿元，占

间接融资担保业务余额的 53.92%；间接融资担保户均担保余额下降至 287.84 万元。2016 年～2018 年，兴农担保集团积极发展直接融资担保业务，债券担保余额年均复合增长率达 169.36%。从业务种类来看，区县级城投公司企业债是兴农担保集团直接融资担保业务的主要切入点。截至 2018 年末，兴农担保集团已落地直接融资担保项目 58 笔，其中 45 笔为区县级城投公司企业债担保，另包括少量公司债、中期票据和资产证券化产品等。同时，兴农担保集团已与财富证券、开源证券、天风证券等 22 家证券公司建立了业务合作关系。兴农担保集团资金业务以委托贷款、理财产品和权益工具投资为主，投资符合监管要求。截至 2018 年末，兴农担保集团投资资产余额 19.61 亿元，其中委托贷款、权益工具和理财产品投资占比分别为 37.88%、29.88%和 28.84%。

2018 年，兴农担保集团实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 21.44%，其中主其中主营业务收入和利息收入同比分别上升 16.92%和 41.36%。截至 2018 年末，兴农担保集团总资产规模为 229.33 亿元，净资产 98.42 亿元，担保责任余额 555.80 亿元，融资性担保放大倍数 4.89 倍。2018 年兴农担保集团实现营业收入 7.43 亿元，净利润 2.16 亿元。

重庆市经济实力很强且当地政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，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；受益于直接融资担保业务的快速发展，2018 年以来直接融资担保业务的快速发展，2018 年以来公司各项收入和净利润大幅增加，盈利能力有所增强各项收入和净利润大幅增加，盈利能力有所增强；兴农担保集团资本实力位居国内融资担保公司前列，且净资产规模不断扩大，抗风险能力持续提升。

同时，东方金诚关注到，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、期限较长，且区域集中度较高；受中小企业信用风险上升影响，兴农担保集团代偿风险逐步暴露，代偿金额和代偿率大幅上升。

综上所述，东方金诚维持兴农担保集团的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；兴农担保集团为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

2018 年以来，益阳市安化县经济继续保持较快增长，经济实力位居益阳市各区、县（市）中游水平，经济实力依然较强；公司继续承担安化县内旧城改造、道路工程等基础设施建设及土地开发整理，业务仍具有较强的区域专营性；作为安化县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受土地开发整理和基础设施建设收入大幅下降影响，公司营业收入降幅明显；公司流动资产中变现能力较弱的应收账款、其他应收款和存货占比较高，资产流动性依然较弱；公司对外担保规模较大且新增对民营企业对外担保，存在一定的代偿风险；公司经营活动现金流净流出

规模有所扩大，筹资活动净现金流由净流入转为净流出，整体现金流表现不佳。

兴农担保集团综合财务实力极强，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

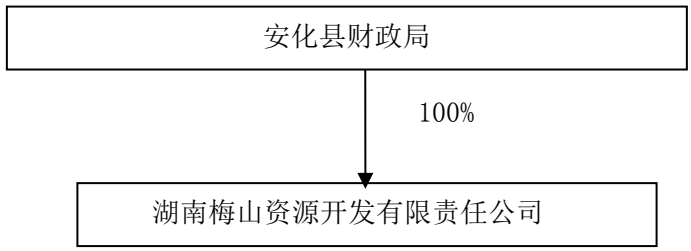
综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“19 梅山开发债/19 梅山债”的信用等级为 AAA。

附件一：2018 年湖南省各地级市（州）主要经济指标（单位：亿元）

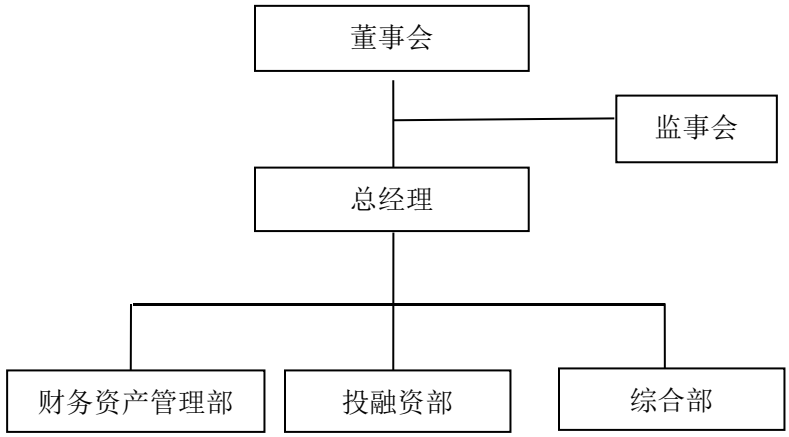
名称	地区生产总值		人均生产总值（元）	规模以上工业增加值增速	固定资产投资增速	社会消费品零售总额
	金额	增速				
长沙市	11003.41	8.50%	-	8.20%	11.50%	4765.04
岳阳市	3411.01	8.30%	-	7.60%	10.60%	1319.87
常德市	3394.20	8.20%	58160	7.60%	10.60%	1260.80
衡阳市	3046.03	8.30%	42163	7.70%	10.30%	1327.21
株洲市	2631.50	7.80%	-	7.40%	7.00%	1065.60
郴州市	2391.90	8.30%	50482	7.30%	10.90%	1037.00
湘潭市	2161.40	7.80%	75609	7.40%	10.10%	668.00
永州市	1805.65	7.80%	33035	7.70%	10.70%	719.55
邵阳市	1782.65	7.60%	24178	10.30%	10.00%	987.87
益阳市	**1758.38**	**8.10%**	**39937**	**8.10%**	**10.30%**	**716.21**
娄底市	1540.41	8.60%	-	7.80%	9.50%	568.29
怀化市	1513.27	8.10%	-	7.50%	11.40%	665.19
湘西州	605.05	6.00%	-	3.00%	7.30%	307.60
张家界市	578.92	7.50%	37719	7.00%	10.20%	230.10

资料来源：湖南省各地级市（州）2018 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

附件二：截至 2018 年末公司股权结构图



附件三：截至 2018 年末公司组织架构图



附件四：公司主要财务数据和指标(单位:万元、%)

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
货币资金	169781.34	271361.42	147221.52
应收账款	103906.03	122869.91	141338.36
其他应收款	71149.07	109082.98	150739.63
存货	208562.78	205273.34	208822.30
流动资产合计	581848.09	718446.07	658167.18
投资性房地产	116267.56	117430.59	118597.51
固定资产	89630.41	86745.41	85959.38
在建工程	49820.92	85334.13	125683.50
非流动资产合计	269006.56	302764.13	345136.37
资产总计	850854.65	1021210.20	1003303.55
其他应付款	97011.26	168201.08	198091.38
一年内到期的非流动负债	28866.42	34495.74	44417.43
流动负债合计	141554.60	226772.87	270379.39
长期借款	132750.00	192100.00	156243.94
应付债券	78800.00	78800.00	62800.00
长期应付款	67399.74	88001.36	72934.37
非流动负债合计	280187.40	360429.78	293798.45
负债合计	421742.00	587202.65	564177.84
实收资本	11000.00	11000.00	11000.00
资本公积	373608.51	373608.51	374678.45
未分配利润	42746.33	47641.23	54173.08
所有者权益合计	429112.65	434007.55	439125.71
营业收入	27193.26	45248.58	26364.68
利润总额	11104.04	5838.70	4242.09
净利润	9566.62	4894.90	4444.22
EBITDA	15407.18	22150.84	18745.04
经营性净现金流	27808.95	-73110.07	-83338.66
投资性净现金流	-12940.65	13211.37	14917.16
筹资性净现金流	114635.77	116478.79	-55718.40
资产负债率	49.57	57.50	56.23
全部债务资本化比率	36.57	42.12	40.09
流动比率	411.04	316.81	243.42
速动比率	263.70	226.29	166.19
经营现金流动负债比	19.65	-32.24	-30.82
净资产收益率	2.23	1.13	1.01
全部债务/EBITDA（倍）	16.06	14.26	15.68
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	0.89	0.97

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；其他应付款不含应付利息及应付股利；长期应付款不含专项应付款。

附件五：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/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）/期内应偿还的长期有息债务本金
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+当年应偿还的全部债务本金）
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%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

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+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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
利息支出=利息费用+资本化利息支出
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

附件六：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。