

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【2019】第 Z【257】号

西峡县财和产业集聚区投资有限公司：

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 年西峡县财和产业集聚区投资有限公司养老产业专项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

二零一九年五月三十一日



2019 年西峡县财和产业集聚区投资有限公司 养老产业专项债券信用评级报告



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。

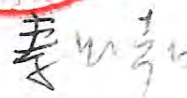
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

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【2019】第 Z
【257】号 01

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 06 月 13 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

2019 年西峡县财和产业集聚区投资有限公司 养老产业专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 7.50 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：每年付息一次，设置本金分期偿还条款，在债券存续期第 3-7 年末分别按照发行总额的 20% 偿还债券本金

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”）对西峡县财和产业集聚区投资有限公司（以下简称“西峡产投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 7.50 亿元的养老产业专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司的代建业务持续性较好，获得外部支持力度较大，此外，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公司贸易业务盈利能力很弱、客户集中度很高，公司资产流动性较弱，应收款项的回收风险需持续关注，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的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。2016-2018 年，西峡县分别实现地区生产总值 238.3 亿元、254.6 亿元和 265.2 亿元，增长率分别为 9.3%、8.9% 和 8.6%，均高于全国平均增速，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司代建业务持续性较好。作为西峡县最重要的基础设施和重点工程建设公司，公司的工程代建业务持续性较好，截至 2018 年末，公司已签订协议的主要在建工程代建项目计划总投资为 236,234.52 万元。
- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2018 年，当地政府向公司注入土地、股权、

货币资金等合计 245,703.34 万元；分别获得政府补贴 460.00 万元、3,248.68 万元、8,822.05 万元和 12,705.29 万元。

- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**兴农担保资本实力强，经营基础好，经中证鹏元综合评定，其主体长期信用等级为 AAA，由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有效提升了本期债券的信用水平

关注：

- **贸易业务盈利能力很弱、客户集中度很高。**公司的贸易业务以燃料、煤等商品为主，商品同质化程度较高，市场竞争激烈，公司贸易业务的盈利能力很弱，且近年贸易业务下游客户集中度很高。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产以土地资产、往来款和预付款项为主，存货和无形资产中的土地账面价值为 39.99 亿元，占总资产比重为 44.22%；往来款和预付款项对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。
- **应收款项的回收风险需持续关注。**2018 年末，公司应收账款账面价值为 2.71 亿元，已计提坏账准备 816.69 万元，前五大应收对象多数为民营企业；2018 年末，公司其他应收款账面价值为 8.83 亿元，已计提坏账准备 5,287.35 万元，前五大应收对象中民营企业 and 个人的往来款和预借费用余额合计 2.90 亿元，需关注应收款项的回收风险。
- **经营活动现金流表现不佳，面临较大的资金压力。**2016-2018 年，公司经营活动现金流净额分别为 18,922.15 万元、-30,817.38 万元和-137,806.96 万元；截至 2018 年末，公司主要的在建代建项目尚需投入 42,324.10 万元，西峡县惠民康复保健养老中心项目和西峡城市级智慧停车项目计划总投资合计 143,923.52 万元，面临较大的资金压力。
- **有息债务增长较快。**2018 年末公司有息债务为 103,748.40 万元，较 2016 年末大幅增长，若本期债券成功发行，公司面临的偿债压力将进一步加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 1.33 亿元，占期末净资产的比重为 2.04%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	904,365.08	756,166.42	487,284.33
所有者权益	652,064.83	501,546.65	450,351.45

有息债务	103,748.40	83,172.75	10,000.00
资产负债率	27.90%	33.67%	7.58%
流动比率	4.30	3.32	14.16
营业收入	384,455.85	154,173.84	47,467.47
其他收益	12,705.29	8,822.05	0.00
营业外收入	4.45	7,397.25	3,254.97
利润总额	19,672.97	18,582.01	13,700.07
综合毛利率	4.54%	7.23%	23.38%
EBITDA	30,368.27	21,760.48	14,930.78
EBITDA 利息保障倍数	3.02	5.92	42.50
经营活动现金流净额	-137,806.96	-30,817.38	18,922.15

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
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
当期担保代偿率	-	1.88%	3.20%

资料来源：兴农担保2016年、2018年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

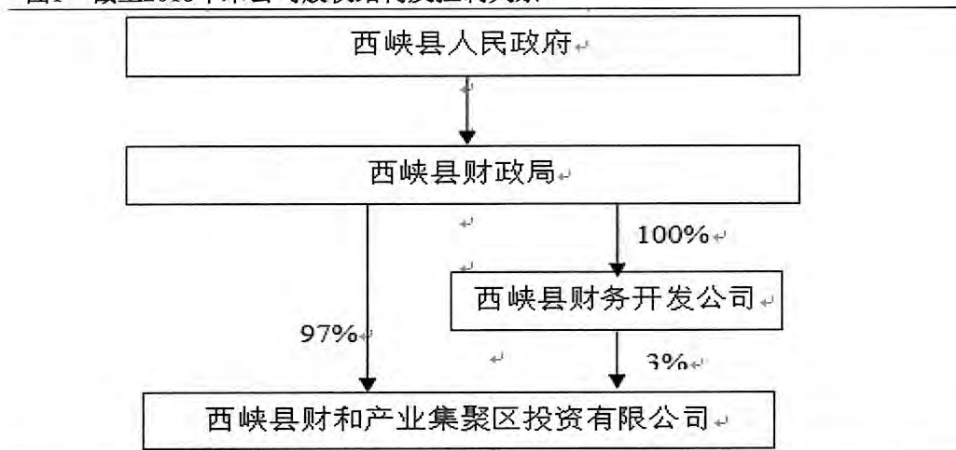
公司成立于2009年9月，由西峡县财政局出资7,050.00万元和西峡县财务开发公司（以下简称“财发公司”）出资3,000.00万元共同组建，初始注册资本10,050.00万元。

2013年12月，西峡县财政局对公司增资3,444.00万元，增资后，公司注册资本增至13,494.00万元。2015年12月，西峡县人民政府出具了《关于将20宗国有土地注入西峡县财和产业集聚区投资有限公司的通知》（西政文〔2015〕89号），将20宗国有土地使用权注入公司，作为西峡县财政局对公司的增资，上述土地评估值为74,133.64万元，其中49,930.00万元计入实收资本，24,203.64万元计入资本公积。增资后，公司注册资本增至63,424.00万元。

2018年，根据西政文〔2017〕113号文，西峡县财政局对公司增资150,000.00万元，其中36,576.00万元计入实收资本，113,424.00万元计入资本公积。

截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为100,000.00万元，其中，西峡县财政局持股比例为97.00%，系公司控股股东，公司实际控制人为西峡县人民政府，产权结构及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年末公司股权结构及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要负责普通货物运输、城市基础设施和重点项目建设投资、高新企业技术改造、土地整理开发等业务。截至2018年末，纳入合并财务报表范围的一级子公司共计9家。

表1 截至2018年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
西峡县自来水公司	3,016	100%	自来水供应、水管安装、市政工程施工
西峡县石门水库开发有限公司	30,000	100%	防洪灌溉、水资源开发等
西峡县康乐文化旅游发展有限公司	500	100%	旅游资源开发等
西峡县财和科教产业发展有限公司	30,000	51%	职业学院基础设施建设、校办产业园建设经营等
西峡县富民农业发展有限公司	500	100%	农作物、林果、食用菌、中药材种植、农业服务等
河南成飞物流有限公司	19,600	51%	煤炭、汽车配件、焦炭等产品购销，运输等
南阳财和文化传媒有限公司	3,000	100%	广告设计、制作等
西峡县财和城乡建设开发有限公司	5,500	100%	城乡基础设施建设等
西峡县鑫达砂石有限公司	200	100%	河道采砂，河砂、河石、山石及其废料加工销售，水泥生产销售及建材购销

资料来源：公司 2018 年审计报告及公开资料

二、本期债券概况

债券名称：2019年西峡县财和产业集聚区投资有限公司养老产业专项债券；

发行总额：不超过7.50亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，设置本金分期偿还条款，在债券存续期的第3至7年末逐年分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：兴农担保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

本期债券拟募集资金总额为7.50亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
西峡县惠民康复保健养老中心项目	8.85	5.60	63.29%
补充流动资金	-	1.90	-
合计	8.85	7.50	-

资料来源：公司提供

1、项目基本情况

西峡县惠民康复保健养老中心项目（以下简称“募投项目”）位于河南省西峡县城白羽北路延伸段北小河交叉口西南。

募投项目总建设用地面积131,837平方米，总建筑面积123,263平方米，其中：医疗康复院71,473平方米，康复养老中心47,650平方米，餐饮服务中心1,532平方米，后勤保障建筑1,343平方米，其他附属设施1,265平方米。募投项目建成后，整体可提供养老床位2,900床，其中：一般养老床位1,200床、优质养老床位1,300床、康复理疗床位400床。

2、项目审批情况

募投项目批复情况详见表3。

表3 西峡县惠民康复保健养老中心项目批复情况

审批情况	批复机关	文号
建设项目选址意见书	西峡县规划局	选字第〔2016〕1号
建设用地规划许可证	西峡县规划局	地字第〔2016〕2号
关于对西峡县财和产业集聚区投资有限公司西峡县惠民康复保健养老中心建设项目环境影响报告表的批复	西峡县环境保护局	宛西环审〔2017〕14号
关于对西峡县惠民康复保健养老中心建设项目可行性研究报告的批复	西峡县发展和改革委员会	西发改字〔2016〕8号
关于对西峡县惠民康复保健养老中心项目社会稳定风险评估报告的批复	中共西峡县委维护稳定工作领导小组办公室	西稳办〔2016〕3号
西峡县国土资源局关于西峡县惠民康复保健养老中心建设项目用地的预审意见	西峡县国土资源局	西国土资函〔2016〕1号
固定资产投资节能登记表	西峡县发展和改革委员会	西发改能评备〔2016〕20号

资料来源：公司提供

3、项目投资额及进度

经具有甲级资格等级的深圳市全至工程咨询有限公司编制的《西峡县惠民康复保健养老中心项目可行性研究报告》估算，募投项目总投资为88,483.52万元，总建设工期为25个月，计划建设期为2016年5月至2018年5月，新建康复中心楼、医疗康复院服务及公共设施等。

截至2019年4月末，募投项目已投资金额约为3.43亿元，其中：康复养老中心楼主体将近完工，已完成投资约13,500万元；医疗康复院主体已封顶，已完成投资约20,100万元；配套餐饮服务中心主体已封顶，已完成投资约370万元；后勤保障楼主体已封顶，已完成投资约330万元。

4、项目经济效益

本期债券募投项目建设完毕后由公司负责运营，主要收入来源于养老床位和康复医疗收入。根据可研报告测算，募投项目计算期为20年（含建设期），在计算期内可实现营业

收入266,710.74万元，其中本期债券存续期内¹预计可实现营业收入总计95,637.94万元（详见附录二）。但中证鹏元也关注到，受项目建设进度、当地经济状况和市场需求情况等因素影响，募投项目存在不能按期竣工、运营效果不理想等风险，募投项目实际收益有低于预期的可能。

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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

¹ 假设本期债券存续期为2018-2024年。

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。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

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。后续相关政策延续 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，政策上一定程度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 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 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），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各种形式的担保，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），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。2018 年 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。

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 4 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、永续期债券等创新品种规模
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 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	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实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 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 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 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 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	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

[2018]101号)

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

西峡县经济保持快速增长，工业为其支柱产业，固定资产投资为经济增长的主要驱动力；社会消费和旅游产业为西峡县的经济增长做出一定贡献

西峡县隶属于河南省南阳市，位于河南省西南边陲，豫鄂陕三省结合部，是重要的交通枢纽，境内有三条铁路、三条高速、五条国道和三条省道。西峡县下辖2乡14镇3个办事处，299个行政村（社区居委会），总面积3,454平方公里，为河南省第二区域大县。西峡县自然资源丰富，森林覆盖率保持在76.8%以上，香菇年产量占全国总产量的十分之一，猕猴桃基地种植面积和产量均居全国第二，出产中药材1,328种，已探明有开采价值的矿藏5类、38种；西峡县境内有河流562条，中小型水库66座，年均水资源总量12.9亿立方米；此外拥有恐龙蛋化石群遗址、伏牛山主峰老界岭等旅游资源。

2016-2018年，西峡县分别实现地区生产总值238.3亿元、254.6亿元和265.2亿元，增长率分别为9.3%、8.9%和8.6%，保持快速增长，增速均高于全国平均增速，但增速有所放缓。三次产业结构由2016年的12.1：57.9：30调整为2018年的14.7：41.4：43.9，第三产业比重有所提升。2018年西峡县人均GDP为61,732元，系全国人均GDP的95.5%，经济发展水平相对一般。

2016-2018年，西峡县规模以上工业增加值分别为110.5亿元、117.4亿元和122.1亿元，增速分别为10.0%、11.0%和11.0%，保持较高增速，主要的工业产品为汽车配件、耐火材料制品、中成药等。西峡县工业基础较好，县城东部建有西峡县产业集聚区，规划面积24.17平方公里。西峡县依据资源优势和产业优势，选择以冶金材料、汽车配件两大产业作为西峡县产业集聚区的主导产业，同时发展香菇为主的食用菌、猕猴桃为主的林果加工绿色食品产业。目前，西峡县产业集聚区已经形成了以河南省西保冶材集团有限公司、河南龙成集团有限公司（以下简称“龙成集团”）、河南通宇冶材集团有限公司等企业为龙头的冶金材料产业集群；以河南省西峡汽车水泵股份有限公司、西峡县内燃机进排气管有限责任公司、西峡县西泵特种铸造有限公司为龙头的汽车配件产业集群和以仲景宛西制药股份有限公司、南阳张仲景大厨房股份有限公司等为龙头的特色农产品加工产业集群。但西峡县

工业产业的初级产品较多，产业链条也不尽完善，冶金辅料行业和食品加工行业同质化发展问题突出；冶金保护材料产品的市场波动性较大；高新技术产业、高附加值产品的比重偏低，西峡县工业产业仍有待进一步升级优化。

固定资产投资方面，2016-2017年西峡县固定资产投资分别为308.0亿元和321.6亿元，为经济增长的主要驱动力，增速分别为9.4%和4.4%，增速大幅放缓。其中，房地产投资分别为1.5亿元和1.3亿元。社会消费品方面，2016-2018年西峡县社会消费品零售总额增速分别为12.1%、10.7%和9.5%，保持较快增速，为经济增长做出一定贡献。西峡县拥有国家5A级景区2个、国家4A级景区4个，4星级宾馆2家、3星级宾馆5家、农家宾馆600余家，日接待能力达3.5万人。

整体看来，西峡县经济保持快速增长，工业为西峡县支柱产业，固定资产投资为经济增长的主要驱动力；社会消费和旅游产业为经济增长做出一定贡献。

表 5 西峡县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	265.2	8.6%	254.6	8.9%	238.3	9.3%
第一产业增加值	29.8	4.2%	-	-	28.9	4.4%
第二产业增加值	147.3	10.3%	-	-	137.9	10.4%
第三产业增加值	88.0	7.0%	80.7	9.0%	71.5	9.3%
规模以上工业增加值	122.1	11.0%	117.4	11.0%	110.5	10.0%
固定资产投资	-	-	321.6	4.4%	308.0	9.4%
社会消费品零售总额	98.2	9.5%	93.3	10.7%	83.0	12.1%
进出口总额（亿美元）	15.88	31.6%	12.05	38.3%	8.7	-7.8%
存款余额	214.09	9.2%	195.98	14.2%	174.22	14.7%
贷款余额	124.8	6.5%	117.19	2.9%	111.16	2.1%
人均 GDP（元）		61,732		53,941		54,390
人均 GDP/全国人均 GDP		95.5%		90.41%		100.76%

注：（1）2017 年第一、第二产业增加值数据未公告；（2）2017 年人均 GDP 计算使用 2016 年末人口数量计算。

资料来源：2016 年西峡县国民经济和社会发展的统计公报、2017 年西峡县经济运行情况分析、2018 年西峡县统计局，中证鹏元整理

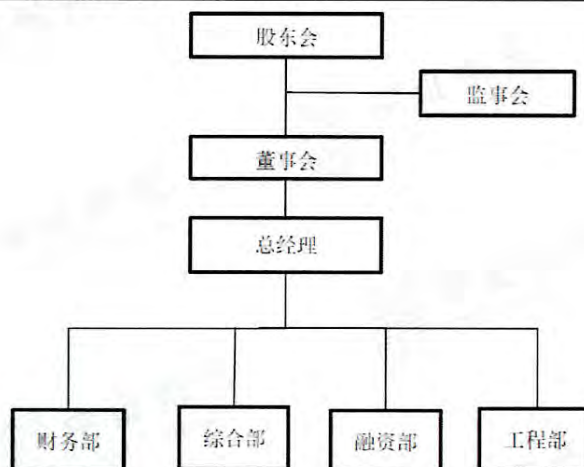
2018年西峡县实现公共财政收入15.27亿元，同比增长8.37%，其中税收收入11.27亿元，占公共财政收入比重为73.81%；实现政府性基金收入7.69亿元，同比增长36.11%；同期西峡县公共财政支出为34.17亿元，同比增长11.85%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为44.68%。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》制定了《西峡县财和产业集聚区投资有限公司公司章程》，并按照现代企业制度建立了法人治理结构、管理决策机制和财务管理制度等，设立包括但不限于《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《财务管理制度》、《关联交易公允决策制度》、《人力资源管理制度》、《对外投资管理制度》、《对外担保管理制度》、《现金管理制度》等规章制度。公司设立股东会、董事会、监事会和经理层，形成了管理机制和决策流程。

股东会由全体股东组成，为公司最高权力机构，由股东按照出资比例行使表决权。出席股东会的股东必须超过全体股东表决权的半数以上方能召开。董事会是公司的执行机构，董事成员由全体股东选举产生。

图2 截至2018年末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司根据自身业务特点及管理需要，设置了总经理及财务部、综合部、融资部和工程部，基本满足公司日常经营业务需求。

六、经营与竞争

作为西峡县最重要的平台公司，公司承担了西峡县大量的基础设施建设和土地整理任务。2017年9月，公司购买河南成飞物流有限公司（以下简称“成飞物流”）51%的股权，公司新增贸易收入和物流收入，推动2017-2018年营业收入总额大幅增加；2018年公司子公司南阳财和文化传媒有限公司与天津新泰基业电子股份有限公司共同出资设立河南观潮智能科技有限公司，公司新增商品销售收入2,204.15万元。

毛利率方面，贸易业务价差较小，毛利率很低；工程代建业务毛利率较为稳定；物流业务收入毛利率整体变动不大；土地整理业务近年毛利率在30%以上，盈利能力尚可；供水及安装收入整体规模较小，毛利率变动幅度不大；其他业务盈利能力较强，但规模较小，对盈利能力影响不大。整体看来，受2017年新增贸易业务影响，公司综合毛利率从2016年的23.38%下降至2018年的4.54%，盈利能力有所下降。

表6 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
贸易收入	245,482.12	0.08%	96,951.01	0.04%
工程代建项目收入	45,600.62	16.67%	32,359.83	16.67%
物流收入	77,718.02	5.37%	11,969.98	6.59%
土地整理收入	10,243.62	35.59%	9,190.48	35.48%
供水及安装收入	2,112.56	19.19%	2,403.63	15.10%
商品销售收入	2,204.15	14.62%	-	-
其他业务收入	1,094.76	100.00%	1,298.92	100.00%
合计	384,455.85	4.54%	154,173.84	7.23%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

并入子公司成飞物流后，公司新增贸易业务和物流业务，但是两项业务盈利能力均很弱，且客户集中度很高

公司的贸易业务由子公司成飞物流负责，经营模式为成飞物流从上游供应商山西阳光焦化集团股份有限公司、中国平煤神马集团许昌首山化工科技有限公司等公司采购货物，销售给下游客户，赚取差价。公司主要采取以销定购的模式，根据下游客户对贸易产品的需求，在签订销售合同的同时与货物供应商签订同等品种、数量的贸易采购合同。

2017-2018年，公司贸易业务的主要产品为燃料（主要为焦炭）和合金。其中，2017年贸易业务主要品种为燃料，燃料和合金的贸易收入分别为67,912.94万元和11,556.08万元，合计占2017年贸易业务的比重为81.97%；2018年燃料和合金的贸易收入分别为147,910.33万元和52,916.17万元，合计占当期贸易收入的比重为81.81%。毛利率方面，公司贸易业务毛利率始终处于较低水平，2017-2018年分别为0.04%和0.08%。

表7 公司贸易业务产品结构（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

	收入	毛利率	收入	毛利率
燃料	147,910.33	0.03%	67,912.94	0.06%
煤	24,182.10	0.00%	9,154.04	0.02%
合金	52,916.17	0.14%	11,556.08	0.00%
原辅材料	20,473.52	0.37%	8,327.95	0.01%
合计	245,482.12	0.08%	96,951.01	0.04%

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

近年，公司的下游客户为西峡县运通商贸有限公司（以下简称“运通商贸”）和龙成集团。根据购销合同，下游客户到公司货场提货，货物运输费用由客户承担，货款每月结算一次。由于焦炭、合金等商品的同质化程度较高，该类商品贸易行业进入门槛较低，市场竞争激烈，价格相对透明，价差较小，公司经营的贸易业务毛利率较低，贸易业务的盈利能力很弱。同时，由于客户集中度很高，公司对单一客户的依赖性较强，不利于分散风险。

表 8 公司主要贸易业务客户构成情况（单位：万元）

2018年		2017年	
客户名称	销售金额	客户名称	销售金额
西峡县运通商贸有限公司	123,724.06	西峡县运通商贸有限公司	48,863.73
河南龙成集团有限公司	50,507.26	河南龙成集团有限公司	20,244.28
南阳汉冶特钢有限公司	51,258.96	南阳汉冶特钢有限公司	19,947.40
河北龙成煤综合利用有限公司	12,654.63	河北龙成煤综合利用有限公司	2,263.25
西峡龙成铁料有限公司	5,730.60	西峡龙成铁料有限公司	4,997.83
河南龙燃实业有限公司	1,606.61	河南龙燃实业有限公司	634.52
合计	245,482.12	合计	96,951.01

资料来源：公司提供

物流业务系成飞物流为龙成集团各子公司提供的物流服务，对单一客户依赖较强，物流服务涉及储存、运输、配送、咨询等全部业务，还包括订单管理、库存管理、供应商协调等在内的其他服务。2017-2018年，公司分别实现物流业务收入11,969.98万元和77,718.02万元，具体收费标准依据不同的货物、不同的地点、不同的时间以及发货的紧急情况而定，基本与同行业收费标准持平。运输费以客户实际过磅重量（扣除损耗部分）计算，客户结算入账后一个月内，全额以电汇方式支付给公司。2017-2018年，该业务毛利率分别为6.59%和5.37%，基本稳定，盈利能力仍较弱。

工程代建业务在建项目较多，该业务未来持续性较好

公司是西峡县最重要的平台公司，受西峡县政府单位的委托，承担了基础设施工程代

建业务，具体建设模式为：（1）公司与西峡县人民政府、西峡县市政有限公司（以下简称“市政公司”）签订《委托代建业务合作三方协议》（以下简称“三方协议”），合作范围包括市政公司范围内的基础设施工程建设项目，包括但不限于市政道路、桥梁、管网、地下管廊、城市停车场等。根据三方协议，西峡县财政局委托市政公司对公司下达基础设施建设任务，公司负责项目的立项、实施、建设等，在每年的年度末，经西峡县财政局、市政公司审核后，西峡县财政局委托市政公司按照完工进度向公司支付建设资金，一般按公司支出的项目建设成本加以计算。根据项目不同情况，西峡县财政局委托市政公司与公司签订一系列BT建设及委托代建协议、特许经营协议等，具体建设施工内容、收益及结算安排根据具体协议约定，收益加成比例在18%左右；（2）公司就具体项目与西峡县人民政府签订《代建协议》，根据代建协议，公司负责工程项目的组织实施和建设指挥，西峡县人民政府按工程进度向公司支付代建投资额以及20%的项目代建费用。但在实际操作中，由于结算安排原因，部分已完工的工程代建项目暂未结算，放在存货科目核算。

2016-2018年，公司主要代建了西峡县城区段河道生态综合整治工程、G209西峡段改建工程、西峡县丁河至淅川毛堂公路改建工程、西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程等工程，分别确认工程代建收入29,896.66万元、32,359.83万元和45,600.62万元。毛利率方面，近年公司工程代建业务毛利率较为稳定，整体维持在16%-17%之间。

表9 公司工程代建项目收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	收入	成本
2018 年	西峡县城区段河道生态综合整治工程	26,202.96	21,835.80
	G345 线西峡米坪至西坪段公路改建工程	6,754.79	5,629.00
	西峡县寺山光亮工程一标段	1,732.05	1,443.37
	西峡县鹳河生态文化园南段景观绿化工程第二标段	1,576.91	1,314.09
	西峡县白羽路人行道提升改造工程及绿化工程	1,467.50	1,222.91
	西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程	6,804.00	5,670.00
	西峡县第三水厂隧道工程	1,062.42	885.35
	小计	45,600.62	38,000.52
2017 年	西峡县城区段河道生态综合整治工程	29,114.40	24,262.00
	西峡县张江路提升改造工程	1,238.66	1,032.22
	西峡县农贸市场上档提升改造工程	1,090.69	908.91
	西峡县紫金路、人民路人行道提升改造工程	446.25	371.87
	西峡县建设路、环广场路人行道提升改造工程	469.83	391.52
	小计	32,359.83	26,966.52
2016 年	G209 西峡段改建工程	13,485.26	11,435.50
	西峡县城污水处理扩建工程	8,532.08	7,235.20

西峡县污泥处理处置工程	3,786.54	3,210.99
工业大道改造工程	1,211.46	1,027.32
西峡县城区段河道生态综合整治工程	2,880.21	2,426.20
小计	29,895.55	25,335.21

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司已签订协议的主要在建工程代建项目为G345线西峡米坪至西坪段公路改建工程、西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程等项目，计划总投资合计为236,234.52万元，尚需投资42,324.10万元，本期债券募投项目计划总投资88,483.52万元，西峡城市级智慧停车项目计划总投资55,440.00万元，公司面临较大的资金压力。此外，考虑到部分项目已完工尚未结算，未来该类项目结算可为公司带来一定收入，工程代建业务的持续性较好。

表 10 截至 2018 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划 总投资	累计 已投资	尚需 投资	存货中账 面价值
G345 线西峡米坪至西坪段公路改建工程	40,298.88	32,029.44	8,269.44	26,400.44
西峡县乡镇污水处理厂管网改扩建工程	18,000.00	12,600.00	5,400.00	6,930.00
东城一品周边棚户区项目	14,749.02	4,956.58	9,792.44	4,956.58
G345 线西峡米坪至西坪段陡岭隧道新建工程	11,342.76	7,787.84	3,554.92	7,787.84
西峡县文体中心	9,000.00	20.97	8,979.03	20.97
西峡县一馆两中心	8,000.00	1,971.74	6,028.26	1,971.74
西峡县新村路、农电路道路建设项目	400.08	100.08	300	100.08
尚需投资项目合计	101,790.75	59,466.65	42,324.10	48,167.65
其他项目	134,443.78	134,443.78	-	134,443.78
小计	236,234.52	193,910.43	42,324.10	182,611.43

注：其他项目为已完工尚未结算的工程代建项目

资料来源：公司提供

公司受托进行土地整理业务，盈利能力尚可，该业务未来具有一定持续性；安装及供水收入、商品销售收入、其他业务收入规模较小，为公司营业收入形成一定补充

作为西峡县最重要的平台公司，公司受托负责对西峡县范围内的土地进行整理。公司与西峡县人民政府签订了《土地整理开发项目委托开发协议》（以下简称“土地整理协议”）。根据土地整理协议，公司负责项目范围内的基础设施建设，并使其达到具备通给水、通排气、通讯、通燃气、通热力以及场地平整的条件，项目建设完成后，由西峡县人民政府进行验收和结算；对建设过程中整理的土地，由西峡县人民政府核拨（返还）公司进行项目开发的成本，然后再进行相应收益的分配。

2016-2018年，公司主要整理了太平镇东坪村二组、迎宾大道以北、莲花路以东、龙

乡路东延南侧、五里桥镇封店村六组、九组等地块，分别确认土地整理收入14,237.03万元、9,190.48万元和10,243.62万元，近年土地整理业务毛利率均在35%以上，盈利能力尚可，为公司利润形成一定补充。根据《西峡县土地利用总体规划（2010~2020年）调整完善方案》，2014年西峡县全县建设用地面积12,814.09公顷，规划2020年全县建设用地面积为13,044.09公顷，与2014年相比，建设用地面积增加了230.00公顷，未来公司的土地整理业务仍有一定的持续性。

公司商品销售收入主要来自孙公司西峡观潮智慧电子科技有限公司的监控软件系统销售业务。2018年实现商品销售收入合计为2,204.15万元。

公司子公司西峡县自来水公司系西峡县唯一的供水服务主体，负责提供供水服务和配套的安装服务，并收取供水收入和安装收入。2016-2018年公司分别实现供水及安装收入合计为2,036.36万元、2,403.63万元和2,112.56万元。

公司的其他业务收入主要是水资源费收入和维护费收入，均为公司本部负责运营。水资源费收入系西峡县龙雨水电有限责任公司使用公司拥有的石门水库的水资源进行发电，公司对其收取水资源费收入，于每年末进行结算。2016-2017年分别实现水资源费收入260万元和260万元，2018年未实现水资源费收入。维护费收入系公司受西峡县人民政府委托，对石门水库、大坝、溢洪道等周边区域进行日常维护管理，根据公司与西峡县人民政府签订的《水库日常维护协议》，公司在2014年1月1日至2019年12月31日期间对石门水库进行日常维护，西峡县财政局向公司支付维护补贴约1,000万元/年，于每年年末结算。

公司在资产注入、政府补贴方面获得外部支持力度较大

资产注入方面，公司自成立以来，陆续获得西峡县人民政府注入土地、水库、公司股权等资产。2015年12月，根据西峡县人民政府出具的《关于将20宗国有土地注入西峡县财和产业集聚区投资有限公司的通知》（西政文〔2015〕89号），西峡县人民政府将评估值为74,133.64万元的20宗国有土地使用权以出资方式注入公司，其中49,930.00万元作为西峡县财政局的出资计入实收资本，24,203.64万元作为资本公积。2016年10月，公司收到西峡县财政局注入公司的股权价值12,500.00万元。2016年11月，根据西峡县人民政府出具的《关于将7宗国有土地注入西峡县财和产业集聚区投资有限公司的通知》（西政文〔2016〕96号），西峡县人民政府同意将评估价值为9,069.70万元的7宗国有土地使用权以作价出资方式注入公司，计入资本公积。2018年，西峡县财政局以货币资金出资150,000.00万元，其中36,576.00万元计入实收资本，113,424.00万元计入资本公积。

表 11 公司获得的资产注入情况（单位：万元、平方米）

时间	注入资产类型	价值	土地面积	增加实收资本	增加资本公积
2015 年 12 月	20 宗土地	74,133.64	574,652.96	49,930.00	24,203.64
2016 年 10 月	股权	12,500.00	-	-	12,500.00
2016 年 11 月	7 宗土地	9,069.70	81,896.63	-	9,069.70
2018 年 6 月	货币资金	150,000.00	-	36,576.00	113,424.00
合计	-	245,703.34	656,549.59	86,506.00	159,197.34

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

政府补贴方面，2015-2018 年，公司分别获得政府补贴 460.00 万元、3,248.68 万元、8,822.05 万元和 12,705.29 万元，有效提升了公司的利润水平。

表 12 公司获得的政府补贴情况（单位：万元）

年份	文号	补贴金额	依据文件
2015 年	-	460.00	关于拨付西峡县自来水公司资金缺口的申请等
2016 年	西财字〔2016〕61 号	3,000.00	关于将西峡县财和产业集聚区投资有限公司的财政性资金转作 2016 年度补贴收入的通知
	-	248.68	关于拨付县城第三水厂建设贷款本息的申请
	小计	3,248.68	-
2017 年	西财〔2017〕59 号	404.46	关于将西峡县自来水公司的财政性专项资金转作补贴收入的通知
	西财〔2017〕60 号	8,000.00	关于将西峡县财和产业集聚区投资有限公司的财政性资金转作 2017 年度补贴收入的通知
	西财〔2017〕52 号	417.59	关于对河南成飞物流有限公司拨付企业发展扶持资金的通知
	小计	8,822.05	-
2018 年	西财〔2018〕34 号	4,000.00	关于对西峡县财和产业集聚区投资有限公司的财政性资金拨付 2018 年半年度补贴收入的通知
	西财〔2018〕17 号	1,105.51	关于对河南成飞物流有限公司拨付企业发展扶持资金的通知
	西财〔2018〕35 号	447.71	关于将西峡县自来水公司的财政性专项资金转作补贴收入的通知
	西财〔2018〕73 号	4,600.00	关于对西峡县财和产业集聚区投资有限公司的财政性资金拨付 2018 年下半年补贴收入的通知
	西财〔2018〕71 号	705.75	关于对河南成飞物流有限公司拨付企业发展扶持资金的通知
	西财〔2018〕35 号	1,846.32	关于将西峡县自来水公司的财政性专项资金转作补贴收入的通知
-	小计	12,705.29	-

资料来源：公司提供

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况见表13。

表 13 公司合并报表范围变动情况

开始纳入合并范围时间	一级子公司名称	股权取得方式
2016 年	西峡县富民农业发展有限公司	出资设立
2016 年	西峡县石门水库开发有限公司	出资设立
2017 年	西峡县康乐文化旅游发展有限公司	出资设立
2017 年	西峡县财和科教产业发展有限公司	出资设立
2017 年	河南成飞物流有限公司	投资入股
2018 年	西峡县财和城乡建设开发有限公司	出资设立
2018 年	南阳财和文化传媒有限公司	出资设立
2018 年	西峡县鑫达砂石有限公司	出资设立

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

资产结构与质量

公司资产以土地资产、往来款和预付款项为主，资产流动性较弱；应收账款和往来款中民营企业规模较大，需关注应收款项的回收风险

随着股东的资产注入以及公司的经营积累，公司的资产规模持续增长，从2016年末的48.73亿元增至2018年末的90.44亿元。

流动资产是公司资产的主要构成，主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货。截至2018年末，公司货币资金为1.78亿元，无使用受限资金。公司应收账款主要由物流业务产生的应收款项以及工程代建业务产生的应收西峡县财政局的工程款构成，2018年末公司应收账款账面价值为2.71亿元，大部分款项账龄在一年以内，已计提坏账准备816.69万元，前五大应收对象分别为西峡县财政局、河北龙成煤综合利用有限公司（以下简称“龙成煤综”）、西峡龙成铸造材料有限公司（以下简称“龙成铸造”）、西峡龙成物流有限公司（以下简称“龙成物流”）和西峡龙成特钢销售有限公司（以下简称“龙成特钢”），合计占应收账款总额的比例为98.04%，应收对象集中度较高，考虑到龙成煤综、龙成铸造、龙成物流和龙成特钢均同属于民营企业龙成集团，存在一定的回收风险，需关注该款项的回收风险。预付款项主要由公司向西峡县国土资源局缴纳的土地出让金以及贸易业务形成的预付货款构成，近年随着公司业务的开展，公司预付款项规模快速增长，2018

年末预付款项的账面价值为8.41亿元，较2016年末大幅增长，其中，公司预付西峡县国土资源局土地出让金为4.67亿元，对公司资金形成一定占用。2018年末，公司其他应收款账面价值为8.83亿元，主要为公司与南阳职业学院的往来款2.34亿元、西峡龙成特种材料有限公司（以下简称“龙成材料”）的往来款1.00亿元、河南省中州公路工程有限公司（以下简称“中州工程公司”）的往来款0.69亿元、杨恒博的往来款和预借费用0.65亿元以及吴宗帅预借运费0.56亿元构成。其中，龙成材料、中州工程公司、杨恒博和吴宗帅为民营企业和个人，需关注该类款项的回收风险，截至2018年末，已计提坏账准备5,287.35万元。

存货为公司最主要的资产，2018年末账面价值为50.46亿元，其中32.07亿元为71宗土地资产，土地性质均为作价出资，土地用途为商服用地和城镇住宅用地，截至2018年末，均未抵押；18.26亿元为工程代建项目投资成本，主要由G345线西峡米坪至西坪段公路改建工程、G345线西峡米坪至西坪段白连山隧道新建工程等项目构成，未来该类项目结算可为公司带来一定收入。

可供出售金融资产系公司于2016年购买的河南省西峡农村商业银行股份有限公司10%股权，按成本法对其进行后续计量。2018年末公司固定资产为3.83亿元，主要为房屋建筑物、机器设备，且部分房产已经抵押，此外，部分房屋及建筑物未办妥产权证书。无形资产主要由土地使用权构成，2018年末，土地资产账面价值为7.92亿元，主要为当地政府注入的石门水库的土地使用权，由于该土地资产为划拨用地，未计提摊销，且部分无形资产已经抵质押。其他非流动资产系公司购买的白羽公园资产、永和纸业土地、房产等资产，2018年末账面价值为3.76亿元，其中白羽公园资产为公益性资产，账面价值为1.90亿元。

截至2018年末，公司资产主要以土地资产、在建的工程项目、往来款和预付款项构成为主，存货中的土地账面价值为32.07亿元，占总资产比重为35.46%，均未抵押；往来款和预付款项对公司资金形成较大占用，整体看来，公司资产流动性较弱，同时，应收账款和往来款中民营企业款项规模较大，需关注应收款项的回收风险。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17,795.81	1.97%	46,312.21	6.12%	18,214.25	3.74%
应收账款	27,118.26	3.00%	33,853.91	4.48%	638.33	0.13%
预付款项	84,111.50	9.30%	61,821.33	8.18%	712.56	0.15%
其他应收款	88,258.50	9.76%	73,569.28	9.73%	22,147.28	4.55%
存货	504,631.37	55.80%	370,387.88	48.98%	321,030.54	65.88%

流动资产合计	723,303.36	79.98%	585,991.78	77.50%	362,742.98	74.44%
可供出售金融资产	12,000.00	1.33%	12,000.00	1.59%	12,000.00	2.46%
固定资产	38,291.87	4.23%	40,692.91	5.38%	12,112.26	2.49%
无形资产	81,819.47	9.05%	75,304.64	9.96%	75,304.64	15.45%
其他非流动资产	37,647.69	4.16%	33,040.95	4.37%	19,017.46	3.90%
非流动资产合计	181,061.72	20.02%	170,174.64	22.50%	124,541.36	25.56%
资产总计	904,365.08	100.00%	756,166.42	100.00%	487,284.33	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司整体盈利能力较弱，但工程代建业务持续性较好，且补贴收入提高了公司的利润水平

2016-2018年公司分别实现营业总收入4.75亿元、15.42亿元和38.45亿元，大幅增长。2017年9月30日公司购买成飞物流，于2017年起新增贸易收入和物流收入，2017-2018年，贸易业务收入占公司营业收入的比重分别为62.88%和63.85%，成为公司营业收入的主要来源。此外，公司还有供水收入、安装收入等其他业务收入，收入规模较小，对公司营业收入形成一定补充。

作为西峡县最重要的平台公司，公司的工程代建业务持续性较好，截至2018年末，公司已签订协议的主要在建的工程代建项目规模较大，未来可为公司带来一定收入。

从盈利能力来看，贸易业务价差较小，毛利率很低，对利润贡献有限；近年工程建设业务毛利率较为稳定。整体看来，2016年，公司综合毛利率为23.38%，盈利能力一般，2017-2018年，受新增的贸易业务毛利率很低影响，公司综合毛利率分别下降至7.23%和4.54%。

2016-2018年，公司分别获得财政补贴0.32亿元、0.88亿元和1.27亿元，占当期利润总额比重分别为23.71%、47.48%和64.58%，有效提高了公司的利润水平。此外，2017年，公司以1.00亿元购买成飞物流51%的股权，享有成飞物流净资产1.74亿元，获得营业外收入0.74亿元，对公司利润形成一定补充。

整体来看，公司营业总收入主要来源于贸易业务和工程代建业务，贸易业务毛利率较低，拉低了公司的盈利能力，目前已签订协议的在建项目数量较多，工程代建业务的持续性较好，政府补贴提高了公司的利润水平。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

营业收入	384,455.85	154,173.84	47,467.47
其他收益	12,705.29	8,822.05	0.00
营业利润	19,710.69	11,254.27	10,510.67
营业外收入	4.45	7,397.25	3,254.97
利润总额	19,672.97	18,582.01	13,700.07
综合毛利率	4.54%	7.23%	23.38%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，面临较大的资金压力，主要依靠外部融资来满足资金需求

2016-2018年，公司的收现比分别为1.37、0.78和0.99，整体现金回笼情况一般。2016年，公司主要现金收支为工程代建业务的收入和投资成本以及往来款，整体经营活动净现金流规模不大。2017年公司购买子公司成飞物流，新增贸易业务，使得公司经营活动现金收支规模大幅增加。整体来看，近年公司经营活动现金流累计表现为净流出，经营活动现金流表现不佳。截至2018年末，公司已签订协议的主要在建项目尚需投入4.23亿元，本期债券募投项目计划总投资8.85亿元，西峡城市级智慧停车项目计划总投资5.54亿元，公司未来面临较大的资金压力。

公司近年投资活动现金流入规模不大，投资活动现金流出主要为预付的土地出让金以及工程建设项目投资支出，近年投资活动现金流均表现为净流出。

公司主要依靠对外融资来满足经营和投资资金需求。近年公司通过银行借款、吸收投资等方式扩大对外融资规模，筹资活动现金均表现为净流入，2016-2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为2.24亿元、5.27亿元和18.35亿元，其中2018年筹资活动产生的现金流量净额同比大幅增加，主要系公司收到政府投入资本所致。

表 16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.99	0.78	1.37
销售商品、提供劳务收到的现金	382,010.11	119,495.92	65,123.87
收到的其他与经营活动有关的现金	164,144.47	133,538.47	68,121.64
经营活动现金流入小计	546,154.59	253,034.39	133,245.51
购买商品、接受劳务支付的现金	487,146.75	192,158.74	33,944.82
支付的其他与经营活动有关的现金	186,279.21	89,288.62	79,785.43
经营活动现金流出小计	683,961.54	283,851.77	114,323.37

经营活动产生的现金流量净额	-137,806.96	-30,817.38	18,922.15
投资活动产生的现金流量净额	-53,246.79	-14,739.72	-23,285.51
筹资活动产生的现金流量净额	183,537.35	52,655.06	22,406.45
现金及现金等价物净增加额	-7,516.40	7,097.96	18,043.08

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模快速增长，面临较大的偿债压力

随着股东的资产注入，公司所有者权益从2016年末的45.04亿元增长至2018年末的65.21亿元。截至2018年末，公司负债总额为25.23亿元，系2016年末的6.83倍，主要系公司于2017年起新增贸易业务使得经营性负债规模大幅扩大以及对外融资规模大幅增加所致。公司产权比率由2016年末的8.20%大幅上升至2018年末的38.69%，权益对负债的保障程度大幅降低。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	252,300.25	254,619.77	36,932.88
所有者权益	652,064.83	501,546.65	450,351.45
产权比率	38.69%	50.77%	8.20%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，截至2018年末，公司的流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。短期借款全部为保证借款。应付账款系贸易业务形成的应付货款。其他应付款主要由往来款构成，2018年末其他应付款余额为8.14亿元，主要为公司与龙成集团、股东财发公司、南阳职业学院等公司的往来款。

公司的非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。截至2018年末，长期借款期末余额为6.47亿元，其中质押借款3.56亿元，质押物为应收债权。2018年末，公司长期应付款余额为1.70亿元，大部分为融资租赁款。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,000.00	9.51%	5,000.00	1.96%	0.00	0.00%
应付账款	30,452.24	12.07%	38,240.59	15.02%	711.42	1.93%
其他应付款	81,361.49	32.25%	86,616.48	34.02%	17,566.00	47.56%
流动负债合计	168,241.85	66.68%	176,447.02	69.30%	25,618.58	69.37%

长期借款	64,705.00	25.65%	58,805.00	23.10%	6,000.00	16.25%
长期应付款	17,043.40	6.76%	19,367.75	7.61%	4,000.00	10.83%
非流动负债合计	84,058.40	33.32%	78,172.75	30.70%	11,314.30	30.63%
负债总额	252,300.25	100.00%	254,619.77	100.00%	36,932.88	100.00%
其中：有息债务	103,748.40	41.12%	83,172.75	32.67%	10,000.00	27.08%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、长期借款和长期应付款中有息部分构成，近年随着融资规模的不断增加，公司有息债务规模同步扩大，截至2018年末，公司有息债务为10.37亿元，较2017年末增长24.74%，面临较大的偿债压力。

从偿债能力指标来看，近三年公司的负债规模整体增加，资产负债率上升，2018年末资产负债率为27.90%，流动比率和速动比率指标较2016年末下降，短期偿债能力有所弱化，考虑到公司流动资产主要由存货构成，即期变现能力较差，公司流动资产对流动负债的实际保障度一般。随着公司利润总额的增加，EBITDA也随之增长，EBITDA利息保障倍数下降，但仍处于较好水平。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	27.90%	33.67%	7.58%
流动比率	4.30	3.32	14.16
速动比率	1.30	1.22	1.63
EBITDA（万元）	30,368.27	21,760.48	14,930.78
EBITDA 利息保障倍数	3.02	5.92	42.50
有息债务/EBITDA	3.42	3.82	0.67

资料来源：公司 2016-2018 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

本期债券本息偿付资金将主要来源于募投项目的营业收入、公司日常营运以及资产变现产生的现金流。

本期债券募投项目建成后由公司负责运营，主要收入来源于养老床位和康复医疗收入。根据可行性研究报告测算，募投项目计算期为20年（含建设期），在计算期内可实现营业收入266,710.74万元；其中，在本期债券存续期内（2018-2024年），预计可实现营业收入95,637.94万元，将为本期债券的本息偿付提供有力保障。但中证鹏元也注意到，受项

项目建设进度、当地经济状况和市场需求情况等因素影响，项目存在不能按期竣工、运营效果不理想等风险，项目实际收益有低于预期的可能。

公司日常经营所产生的现金将为本期债券本息的偿付提供一定的保障。2016-2018年，公司分别实现营业收入47,467.47万元、154,173.84万元和384,455.85万元，主要来源于贸易业务和工程代建业务，截至2018年末，公司已签订协议的主要在建项目规模较大，公司未来收入来源较有保障。但中证鹏元也关注到，公司贸易业务受宏观经济影响，经营风险有所增大，且工程建设收入易受项目进度的影响。

与此同时，在紧急情况下，公司可通过资产变现来补充偿债资金。截至2018年末，公司资产总额为90.44亿元，其中存货中的土地资产账面价值32.07亿元，占总资产比重为35.46%，均未抵押。公司在现金流量不足的情况下，可通过变现土地资产来获得必要的偿债资金支持，但同时中证鹏元也关注到土地资产的集中变现存在一定的困难。

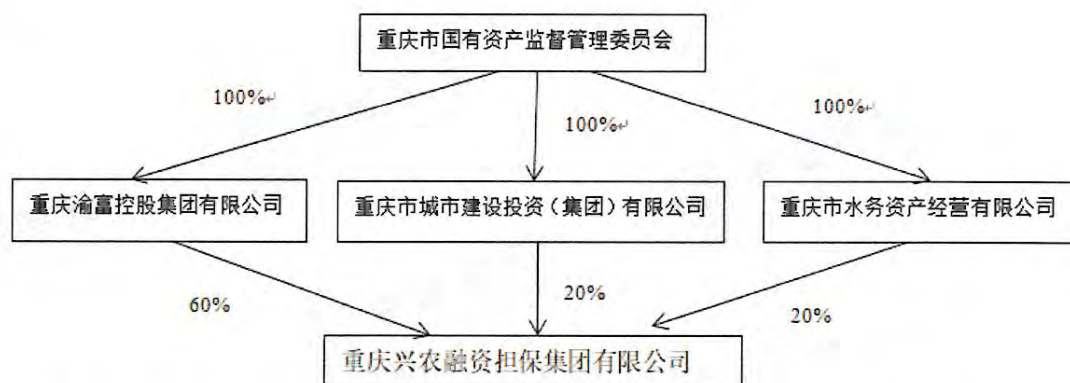
（二）本期债券保障措施分析

由兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的安全性

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本金及对应利息，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，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆兴农融资担保集团有限公司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，渝富资产将持有兴农担保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3所示。

图3 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，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 20 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%
经营净现金流	-84,126.91	-47,365.59	-34,144.75

当期担保发生额	-	2,897,177.80	2,011,408.35
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
融资担保放大倍数	-	1.88%	3.20%
当期担保代偿率	-	17.38%	0.00%
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

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的信用水平。

九、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9日），公司本部不存在未结算不良类贷款记录，公司各项债务工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计1.33亿元，占期末净资产的比重为2.04%，担保对象为南阳职业学院和西峡县人民医院，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
西峡县人民医院	5,000.00	2022/9/25	否
南阳职业学院	1,400.00	2019/9/20	否
南阳职业学院	3,400.00	2020/12/9	否
西峡县人民医院	3,500.00	2020/12/14	否
合计	13,300.00	-	-

资料来源：公司提供

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	17,795.81	46,312.21	18,214.25
预付款项	84,111.50	61,821.33	712.56
其他应收款	88,258.50	73,569.28	22,147.28
存货	504,631.37	370,387.88	321,030.54
固定资产	38,291.87	40,692.91	12,112.26
无形资产	81,819.47	75,304.64	75,304.64
总资产	904,365.08	756,166.42	487,284.33
短期借款	24,000.00	5,000.00	0.00
应付账款	30,452.24	38,240.59	711.42
其他应付款	81,361.49	86,616.48	17,566.00
长期借款	64,705.00	58,805.00	6,000.00
长期应付款	17,043.40	19,367.75	4,000.00
总负债	252,300.25	254,619.77	36,932.88
有息债务	103,748.40	83,172.75	10,000.00
所有者权益	652,064.83	501,546.65	450,351.45
营业收入	384,455.85	154,173.84	47,467.47
营业利润	19,710.69	11,254.27	10,510.67
营业外收入	4.45	7,397.25	3,254.97
利润总额	19,672.97	18,582.01	13,700.07
经营活动产生的现金流量净额	-137,806.96	-30,817.38	18,922.15
投资活动产生的现金流量净额	-53,246.79	-14,739.72	-23,285.51
筹资活动产生的现金流量净额	183,537.35	52,655.06	22,406.45
财务指标	2018 年	2017 年	
综合毛利率	4.54%	7.23%	23.38%
收现比	0.99	0.78	1.37
产权比率	38.69%	50.77%	8.20%
资产负债率	27.90%	33.67%	7.58%
流动比率	4.30	3.32	14.16
速动比率	1.30	1.22	1.63
EBITDA（万元）	30,368.27	21,760.48	14,930.78
EBITDA 利息保障倍数	3.02	5.92	42.50
有息债务/EBITDA	3.42	3.82	0.67

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 债券存续期内募投项目营业收入情况（单位：万元）

项目	建设期		债券存续期					合计
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
经营收入：	6,471.78	12,684.12	14,273.76	15,552.07	15,552.07	15,552.07	15,552.07	95,637.94
养老床位收入	4,679.50	9,168.00	10,314.00	11,230.80	11,230.80	11,230.80	11,230.80	69,084.70
康复医疗收入	1,676.78	3,285.12	3,695.76	4,024.27	4,024.27	4,024.27	4,024.27	24,754.74
停车场收入	115.50	231.00	264.00	297.00	297.00	297.00	297.00	1,798.50

注：（1）根据《西峡县惠民康复保健养老中心项目可行性研究报告》，2018-2019 年为建设期；（2）尾差系四舍五入所致。

资料来源：《西峡县惠民康复保健养老中心项目可行性研究报告》

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+长期借款+长期应付款

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。

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。