

2019 年井冈山市国有资产经营管理有限公司
公司债券 2020 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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【312】号 01

债券简称：
19 井冈国资债/19 井冈
债

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：
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：
郜宇鸿 何卫平

电话：
0755-82871701

邮箱：
gaoyh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 06 月 18 日	2019 年 06 月 26 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 2020 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继续得到地方政府支持，代建项目规模较大，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了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了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，对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司代建项目规模较大，业务持续性较好。截至 2019 年末，公司代建项目规模较大，计划总投资 49.39 亿元，尚需投资 27.78 亿元，业务持续性较好，未来可形成一定规模的代建收入。
- 公司继续得到地方政府支持。2019 年公司获得政府补助 8,796.01 万元，占利润总额的 116.15%，显著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：

- **存货占比高，应收款项对资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱。**2019 年末，公司存货账面价值 51.18 亿元，占总资产的 49.54%，以工程代建成本和土地使用权为主；期末应收款项账面价值为 34.37 亿元，占总资产比重为 33.27%，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，对资金形成较大占用，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。**公司经营收现比持续下滑，确认的大部分政府类回购收入形成了对当地政府部门的应收账款，使得经营活动现金流持续净流出，且考虑到截至 2019 年末公司主要在建项目尚需投资 33.92 亿元，未来公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务快速增加，面临一定偿债压力。**2019 年末，公司有息债务规模为 33.85 亿元，占负债总额的 94.80%，同比增长 31.47%；公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.70，债务压力持续增加，面临一定偿债压力。
- **对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额共计 3.65 亿元，占公司所有者权益的比重为 5.40%，担保余额较大，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,032,998.61	945,741.59	877,212.68
所有者权益	675,981.09	668,483.31	661,107.88
有息债务	338,461.37	257,448.00	205,515.00
资产负债率	34.56%	29.32%	24.64%
现金短期债务比	34.19	13.13	1.54
营业收入	64,766.45	70,968.70	62,116.32
其他收益	8,796.01	7,556.66	14,289.09
利润总额	7,572.68	7,606.49	11,731.35
综合毛利率	4.34%	4.19%	7.58%
EBITDA	10,686.72	10,847.62	19,256.76
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.10	2.19
经营活动现金流净额	-39,937.61	-18,940.52	-50,856.16

收现比	0.10	0.30	0.78
-----	------	------	------

资料来源：公司2017-2019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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
净资产放大倍数	-	5.65	3.93
累计代偿回收率	-	28.75%	17.38%

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2018年、2019年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

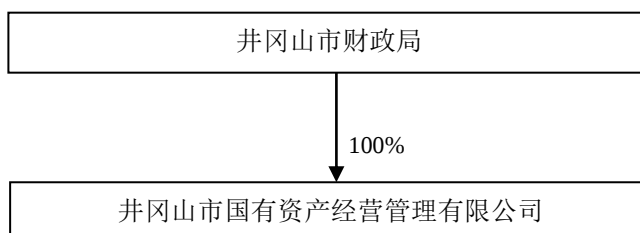
一、本期债券募集资金使用情况

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和补充营运资金。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.06亿元。

二、发行主体概况

截至2020年5月末，公司注册资本和实收资本仍为5,000.00万元，控股股东仍为井冈山市财政局，系公司的实际控制人。跟踪期内公司主营业务、合并范围亦未发生变化。

图 1 截至 2020 年 5 月末公司股权结构



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，

积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务

院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

井冈山市经济保持良好增长趋势，但工业经济发展仍较为薄弱

井冈山市为江西省辖县级市，由吉安市代管，位于江西省西南部，地处赣湘两省交界的罗霄山脉中段，地形复杂，是一个典型的山区市。全市区域面积1,297.50平方公里，是全国著名的革命圣地和5A级旅游景区。

随着旅游经济的发展，井冈山市经济总量稳步增长，但经济实力仍较为薄弱。2019年井冈山市实现地区生产总值67.86亿元，按可比价格计算，同比增长8.10%，保持较快增长，但总量仍然较小。旅游业为井冈山市经济发展的主导产业，产业结构以第三产业为主且占比提升较快，三次产业结构由2018年7.0：25.2：67.8调整为2019年的8.1:17.2:74.7，其中，第一产业增长值为5.50亿元，同比增长3.30%；第二产业增加值为11.70亿元，同比增长7.90%；第三产业增加值为50.66亿元，同比增长8.60%。2019年，井冈山市人均GDP为3.97万元，为全国人均GDP的56.01%，低于全国平均水平。

工业转型升级压力较大，投资动力有所下降，消费市场有所增强。工业经济方面，日用陶瓷业为井冈山市的工业支柱，工业企业种类较为单一。在宏观经济下行的背景下，转型升级压力较大，1-10月，规上工业企业增加值增长9.10%，增速较上年下降0.60个百分点。固定资产投资方面，2019年1-9月全市固定资产投资增长8.70%，较去年同期回落1.60个百分点，投资动力略显不足。消费市场方面，2019年井冈山市社会消费品零售总额实现28.23亿元，同比增长12.60%，增速较上年上升1.20个百分点，消费增长动力有所增强。

表1 井冈山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	67.86	8.10%	76.45	9.40%
第一产业增加值	5.50	3.30%	5.37	3.90%
第二产业增加值	11.70	7.90%	19.27	7.20%
第三产业增加值	50.66	8.60%	51.81	11.30%
固定资产投资	-	-	-	10.80%
社会消费品零售总额	28.23	12.60%	26.53	11.40%
贷款余额	95.36	9.60%	87.02	20.40%
人均 GDP（元）	39,707		44,734	
人均 GDP/全国人均 GDP	56.01%		69.20%	

注：2018 年、2019 年人均 GDP 根据 2018 年末全市总人口计算。

资料来源：2018 年井冈山市国民经济和社会发展统计公报、2019 年数据来自井冈山市统计局网站，中证鹏元整理

2019年井冈山市实现一般公共预算收入6.80亿元，同比增长12.20%，其中税收收入4.38亿元，占一般公共预算收入的比重为64.41%；同期井冈山市公共财政支出为24.45亿元，同比增长9.20%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为27.81%。

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。2019年公司实现工程施工收入6.37亿元，同比下降8.46%。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，但2019年该等业务收入均出现了不同程度的下滑。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，毛利率较为稳定，租赁业务毛利率明显上升，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，2019年公司综合毛利率为4.34%，较上年略上升0.15个百分点。

表2 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程服务	63,698.40	3.74%	69,584.96	3.74%
房屋租赁收入	777.96	28.57%	1,023.63	11.15%
资产处置收入	132.02	100.00%	142.13	100.00%
餐饮客房收入	158.07	46.80%	217.98	51.93%
合计	64,766.45	4.34%	70,968.70	4.19%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施建设投资规模较大，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。

2019年公司与政府结算的项目主要包括美丽乡村建设项目、全域旅游建设项目、农村公路改造项目（一期）、井冈山市农村安全饮水工程建设项目和罗浮垌下二期等，公司确认委托代建收入6.37亿元，同比下降8.46%。从毛利率来看，按照经审计确认的项目投入成本加成7%的基础上确定，毛利率较为稳定。

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，项目规模较大，未来业务可持续性较好。自营项目系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，总投资8.71亿元，尚需投资6.14亿元。需要注意的是，自营项目建成后公司通过对外出租回收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2019年末，公司主要在建项目预计总投资为58.10亿元，已投资24.49亿元，未来尚需投资33.92亿元，资金规模较大，面临较大的资金压力。

表3 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	尚需投资	业务模式
井冈山全域旅游建设项目	200,000.00	45,106.98	154,893.02	代建
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	17,545.08	58,954.92	代建
井冈山市农村安全饮水工程建设项目	71,500.00	46,415.97	25,084.03	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	33,876.26	18,423.74	代建
井冈山市美丽乡村扶贫建设项目	37,569.38	21,823.65	15,745.73	代建
井冈山市农村公路改造项目一期	27,865.00	27,030.89	834.11	代建
拿山河综合治理工程	14,385.16	12,425.33	1,959.83	代建
井冈山市城区污水处理设施及管网建设项目	5,000.00	8,107.02	-	代建
井冈山市易地搬迁及深山移民项目	2,980.00	1,978.56	1,001.44	代建
井冈山市高标准农田建设	1,830.00	1,419.71	410.29	代建
罗浮垵下二期	4,000.00	3,458.41	541.59	代建
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	87,096.23	25,720.15	61,376.08	自营
合计	581,025.77	244,908.01	339,224.78	-

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、店铺、车辆、废旧物资、非法采砂拍卖款等。2019年公司实现资产处置毛利收入132.02万元，公司以毛利计收入，因此该业务毛利率为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、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。2019年公司实现租赁收入777.96万元，同比减少24.00%，系部分出租商铺到期未续租。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。毛利率方面，根据合同中租金及增幅条款，部分出租房屋及商铺的出租单价出现上浮，公司房屋租赁毛利率同比上升17.42个百分点。

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。2019年米兰花酒店平均客房出租率45%左右，实现餐饮客房收入158.07万元，同比下降27.48%。

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。2019年公司获得政府对拿山河项目、罗浮垵下二期、农村公路改造项目、全域旅游建设项目、罗浮旅游扶贫试验区基础建设项目和井冈山市农村安全饮水工程建设项目的补助收入合计8,796.01万元，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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

2019年公司资产规模持续增长，但以应收款项和土地使用权为主，整体资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额为103.30亿元，同比增长9.23%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，占比达89.66%，较上年基本持平。2019年末公司受限资产账面价值7.50亿元，占总资产的比重为7.26%，其中，在建工程受限金额为2.57亿元，无形资产受限0.09亿元，投资性房地产受限金额4.84亿元。

2019年末公司货币资金余额为6.84亿元，同比增加30.25%，主要是银行存款，无使用权受限情况。2019年末公司应收账款账面价值19.62亿元，同比增加43.07%，基本为应收井冈山市财政局的项目代建款，账龄均在3年以内。其他应收款为公司与其他单位的往来款，2019年末账面价值为14.75亿元，同比下降1.57%，其中与井冈山市财政局的往来款项占比为91.56%。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。2019年末存货账面价值为51.18亿元，占资产总额的49.54%，其中，土地资产账面价值50.95亿元，占存货总额的99.55%，

土地面积217.25万平方米，证载用途主要为商服用地，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，主要位于龙市镇和茨坪镇，采用成本计量模式核算，2019年末账面价值为7.82亿元，同比小幅下降2.52%，主要系计提折旧所致。截至2019年末，账面价值合计4.84亿元的投资性房地产已用于抵押，抵押比率为61.89%。2019年末公司在建工程上升至2.57亿元，系本期债券募投项目的建设投入所致。

表4 2018-2019 年末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	68,389.99	6.62%	52,507.21	5.55%
应收账款	196,235.54	19.00%	137,156.38	14.50%
其他应收款	147,472.12	14.28%	149,823.78	15.84%
存货	511,776.83	49.54%	513,311.59	54.28%
流动资产合计	926,150.26	89.66%	854,000.32	90.30%
投资性房地产	78,201.85	7.57%	80,220.88	8.48%
在建工程	25,720.15	2.49%	9,747.40	1.03%
非流动资产合计	106,848.35	10.34%	91,741.27	9.70%
资产总计	1,032,998.61	100.00%	945,741.59	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入有所下滑，政府补助有效提升了公司的利润水平

2019年公司实现营业收入6.48亿元，主要来自于代建工程服务收入，占公司营业收入的98.35%。近年代建业务收入受公司工程项目投入和完成数量的影响有所波动，公司目前在建基础设施项目较多，业务可持续性较好。资产处置收入根据市政府业务量的安排而有所变化。房屋租赁收入和餐饮客房收入规模较小，对营业总收入形成有益补充，但近年来受宏观经济下行，旅游行业景气度下滑的影响，收入呈下降趋势。毛利率方面，公司基础设施代建业务按照工程成本加成7%的利润进行回购，毛利率较为稳定。受房屋租赁业务毛利率上升的影响，2019年公司综合毛利率为4.34%，较上年略有回升。

利润总额方面，2019年公司利润总额小幅下降0.44%至0.76亿元，主要来自于政府补助。2019年公司获得政府补助收入0.88亿元，占同期利润总额的比重为116.15%。

表 5 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	64,766.45	70,968.70
其他收益	8,796.01	7,556.66
营业利润	7,573.17	7,583.52
利润总额	7,572.68	7,606.49
综合毛利率	4.34%	4.19%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营回款情况表现欠佳，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

经营活动方面，公司经营收现情况持续下滑，经营活动现金流持续流出。2019年公司经营活动现金流入2.82亿元，同比下降64.81%，一方面，系2019年公司收到市财政局的项目回购款较少，收现比降至0.10；另一方面，公司收到的政府补助及往来款同比下降63.01%。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为5.11亿元，同比上升138.03%，系预付施工方建设资金所致。综合影响下，当年经营活动现金净流出规模3.99亿元，同比扩大110.86%。

投资活动方面，公司投资支出增加，投资活动现金净流出规模加大。2019年，公司投资活动现金净流出规模为1.32亿元，同比增加71.10%，主要系在建工程的投入。

筹资活动方面，公司继续增加银行借款，筹资活动现金持续流入。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和债券发行，2019年公司成功发行债券7.00亿元，合计取得借款13.94亿元，偿还债务后筹资活动产生的现金净流入为6.90亿元，同比增加64.04%，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 6 2018-2019 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.10	0.30
销售商品、提供劳务收到的现金	6,343.63	21,055.18
收到的其他与经营活动有关的现金	21,868.74	59,123.11
经营活动现金流入小计	28,212.37	80,178.29
购买商品、接受劳务支付的现金	51,092.98	21,465.18
支付的其他与经营活动有关的现金	11,419.80	77,191.23

经营活动现金流出小计	68,149.98	99,118.81
经营活动产生的现金流量净额	-39,937.61	-18,940.52
投资活动产生的现金流量净额	-13,226.25	-7,730.31
筹资活动产生的现金流量净额	69,046.64	42,090.95
现金及现金等价物净增加额	15,882.78	15,420.12

资料来源：公司 2018-2019 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

2019年末公司负债规模增至35.70亿元，同比增加28.77%，主要是由于本期债券“19井冈山国资债”成功发行；得益于公司盈余积累，2019年所有者权益同比增长1.12%。2019年末，公司负债与所有者权益比率较2018年上升11.33个百分点，达到52.81%，所有者权益对负债的保障能力有所下降。

表 7 2018-2019 年末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	357,017.51	277,258.28
所有者权益	675,981.09	668,483.31
产权比率	52.81%	41.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，非流动负债占比呈逐年上升趋势。2019年末，非流动负债占比为96.02%，较2018年末上升了1.36个百分点。公司流动负债规模较小，2019年末短期借款为0.20亿元。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，随着代建项目的持续投入，2019年长期借款同比增长6.17%，期末余额为26.91亿元，主要为质押借款、抵押借款和信用借款，分别为22.68亿元、1.99亿元和2.25亿元；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。应付债券余额为6.74亿元，系公司于2019年发行的本期债券，发行规模7.00亿元，票面利率为7.00%。

表 8 2018-2019 年末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	2,000.00	0.56%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	4,000.00	1.44%
流动负债合计	14,194.14	3.98%	14,818.55	5.34%
长期借款	269,089.38	75.37%	253,448.00	91.41%
应付债券	67,371.99	18.87%	0.00	0.00%
非流动负债合计	342,823.38	96.02%	262,439.73	94.66%
负债合计	357,017.51	100.00%	277,258.28	100.00%
其中：有息负债	338,461.37	94.80%	257,448.00	92.85%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司有息债务为 33.85 亿元，同比增长 31.47%，占负债总额的比重为 94.80%；有息债务规模进一步扩大，主要系 2019 年 4 月发行 7.00 亿元公司债券（即本期债券）。从有息债务偿还期限分布看，公司短期债务压力不大，债务集中兑付压力在 2022 年及以后期间。

表 9 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年及以后	合计
本金	2,000.00	15,300	33,280	287,881.37	338,461.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

偿债能力方面，截至 2019 年末公司资产负债率为 34.56%，较 2018 年末上升了 5.24 个百分点，资产负债率不高。公司负债结构以长期债务为主，现金类资产能较好覆盖短期债务，但受有息负债的进一步增加的影响，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数明显下降至 0.70，有息债务/EBITDA 较上年提升，偿债压力有所加大。目前公司主要依靠外部融资解决资金需求，且公司在建基础设施项目投资金额较大，预计债务规模可能会进一步增长，公司偿债压力继续增大。

表 10 2018-2019 年末公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	34.56%	29.32%
现金短期债务比	34.19	13.13
EBITDA（万元）	10,686.72	10,847.61
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.10
有息债务/EBITDA	31.67	23.73

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

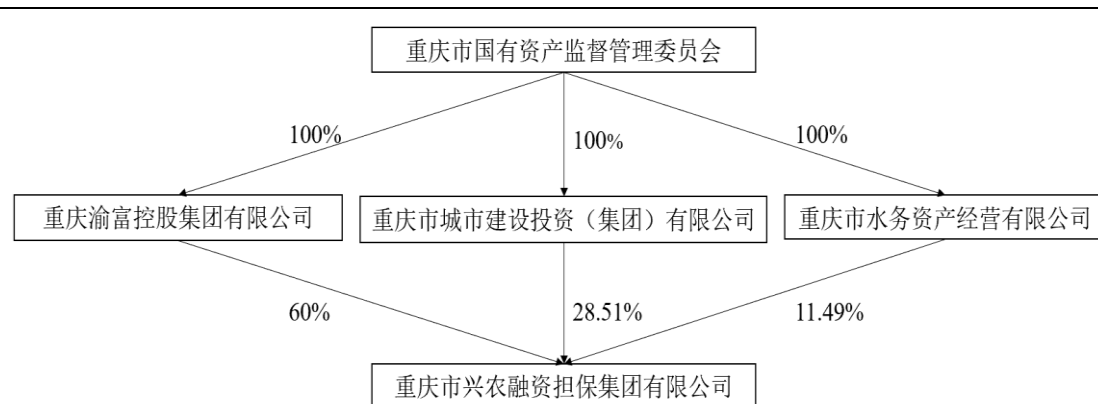
（一）本期债券保障措施分析

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了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。

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（以下简称“城投集团”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资产”）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，公司增资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”）。2019年9月，公司通过资本公积转增股本的方式增资5,000.00万元，同时渝富集团和城投集团分别通过货币增资138,000.00万元和92,000.00万元。历经数次增资，截至2019年末，实收资本上升至521,981.61万元，渝富集团的持股比例保持不变，城投集团的持股比例由20%上升至28.51%，水务资产的持股比例下降8.51个百分点至11.49%。兴农担保控股股东仍为渝富集团，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2019年末，兴农担保股权关系如图2所示。

图2 截至2019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。2017-2019年，兴农担保分别实现营业总收入6.12亿元、7.43亿元和10.46亿元。担保业务收入分别占当期营业总收入的74.35%、70.01%和76.16%。2017-2019年兴农担保期末在保余额分别为384.29亿元、555.80亿元和616.43亿元，近三年复合增长率为26.65%，担保业务规模持续增长。

截至2019年12月31日，兴农担保资产总额为211.42亿元，所有者权益为97.84亿元；2019年度，兴农担保实现营业总收入10.46亿元，利润总额3.06亿元。截至2019年末，兴农担保融资担保责任余额为539.28亿元。

表 11 截至 2019 年 12 月末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91
利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	-	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%	17.38%

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 2018 年、2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月9日），公

司本部及重要子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额合计3.65亿元，均无反担保措施，占期末所有者权益的5.40%。其中子公司井冈山市城市建设投资开发有限公司对外担保余额为1.78亿元，井冈山市文化旅游发展有限公司对外担保余额为1.87亿元。对外担保余额较大，有一定的或有负债风险。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
井冈山市城市建设投资开发有限公司	井冈山市社会保险事业管理局	6,450.00	2020.11.9	无
井冈山市城市建设投资开发有限公司	井冈山市社会保险事业管理局	5,750.00	2020.9.14	无
井冈山市城市建设投资开发有限公司	井冈山市中医院	5,590.00	2023.1.20	无
井冈山市文化旅游发展有限公司	井冈山旅游发展总公司	18,700.00	2033.2.10	无
合计		36,490.00	-	-

资料来源：2019 年公司审计报告

八、评级结论

截至 2019 年 12 月末，公司代建基础设施项目计划总投资 49.39 亿元，公司代建项目规模较大，业务持续性较好，未来可形成一定规模的代建收入；2019 年公司获得政府补助 8,796.01 万元，占利润总额 116.15%，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，公司存货占比高，应收款项对资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱；公司经营收现比持续下滑，且公司在建项目尚需投入资金 33.92 亿元，面临较大资金压力；2019 年末，公司有息债务规模为 33.85 亿元，占负债总额的 94.80%，同比增长 31.47%，公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.70，债务压力持续增加，面临一定偿债压力；截至 2019 年末，公司对外担保余额共计 3.65 亿元，占公司所有者权益的比重为 5.40%，担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

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	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	68,389.99	52,507.21	37,087.10
应收账款	196,235.54	137,156.38	85,087.68
其他应收款	147,472.12	149,823.78	121,300.40
存货	511,776.83	513,311.59	547,086.83
流动资产合计	926,150.26	854,000.32	791,815.52
投资性房地产	78,201.85	80,220.88	82,363.27
在建工程	25,720.15	9,747.40	1,076.22
非流动资产合计	106,848.35	91,741.27	85,397.16
资产总计	1,032,998.61	945,741.59	877,212.68
短期借款	2,000.00	0.00	12,000.00
一年内到期的非流动负债	0.00	4,000.00	12,020.00
流动负债合计	14,194.14	14,818.55	26,051.42
长期借款	269,089.38	253,448.00	181,495.00
应付债券	67,371.99	0.00	0.00
非流动负债合计	342,823.38	262,439.73	190,053.38
总负债	357,017.51	277,258.28	216,104.80
有息债务	338,461.37	257,448.00	205,515.00
所有者权益	675,981.09	668,483.31	661,107.88
营业收入	64,766.45	70,968.70	62,116.32
其他收益	8,796.01	7,556.66	14,289.09
营业利润	7,573.17	7,583.52	11,735.13
利润总额	7,572.68	7,606.49	11,731.35
经营活动产生的现金流量净额	-39,937.61	-18,940.52	-50,856.16
投资活动产生的现金流量净额	-13,226.25	-7,730.31	-1,950.94
筹资活动产生的现金流量净额	69,046.64	42,090.95	35,792.82
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	4.34%	4.19%	7.58%
收现比	0.10	0.30	0.78
产权比率	52.81%	41.48%	32.69%
资产负债率	34.56%	29.32%	24.64%
现金短期债务比	34.19	13.13	1.54
EBITDA（万元）	10,686.72	10,847.62	19,256.76
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.10	2.19
有息债务/EBITDA	31.67	23.73	10.67

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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 2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

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。