

2019 年监利县丰源城市投资开发有限责任公司
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。



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【873】号 01

债券简称：19 监利债
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：8.00 亿元
债券到期日期：2026 年
01 月 14 日

债券偿还方式：每年付息
一次，在债券存续期的第
3 至第 7 年每年末分别按
照债券发行总额的 20%
分期偿还债券本金

分析师
姓名：
李世伶 汪永乐
电话：
邮箱：
lishi@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 年监利县丰源城市投资开发有限责任公司 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 8 月 14 日	2019 年 6 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”）对监利县丰源城市投资开发有限责任公司（以下简称“监利丰源”或“公司”）及其 2019 年 1 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司工程建设业务持续性较好，外部支持一定程度上提升了公司的盈利水平，同时重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）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；但中证鹏元也注意到，公司资产流动性较弱，自营项目建设不及预期，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司工程建设业务收入保持增长，且业务持续性较好。公司主要承担监利县城市基础设施工程建设、土地整理开发等职能，2019 年公司实现工程建设收入 7.58 亿元，同比增长 4.89%；截至 2019 年末，公司代建项目预计总投资 55.69 亿元，已投资 34.62 亿元，业务持续性较好。
- 外部支持一定程度上提升了公司的盈利水平。为支持公司的正常运转，近年来地方政府持续给予公司财政补贴，2019 年公司获得政府补助 0.30 亿元，一定程度上提升了公司的盈利水平。
- 第三方担保有效提升了本期债券信用水平。经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有

效提升了本期债券的信用水平。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货为主，2019年末存货占总资产的82.52%，存货中土地使用权账面价值35.38亿元，其中22.90亿元土地已经被抵押，4.95亿元土地尚未缴纳土地出让金，0.99亿元土地尚未办妥产权证；存货中在建基础设施项目成本58.95亿元，现金回流较慢，公司资产整体流动性较弱。
- **公司自营项目建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性。**公司林长河综合整治项目等3个自营项目分别计划于2018年5月末、2019年9月末完工，但工程进度不及预期，2019年末尚未完工，未来能否达到预期收入存在不确定性。
- **公司经营现金流表现较差，在建项目存在较大资金压力。**受购置土地较多等因素影响，2019年公司经营活动现金净流出10.99亿元，表现较差；截至2019年末，公司主要在建项目尚需投入资金24.99亿元，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大且增长较快，面临较大偿债压力。**2019年末公司有息债务达到53.08亿元，同比增长38.11%，资产负债率上升至50.84%；考虑到2019年公司EBITDA利息保障倍数仅为0.34，公司面临较大偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,142,980.09	979,909.69	870,296.29
所有者权益	561,916.33	552,840.34	541,538.48
有息债务	530,793.31	384,328.17	295,442.50
资产负债率	50.84%	43.58%	37.78%
现金短期债务比	1.10	2.42	7.37
营业收入	75,847.28	72,312.43	61,921.99
其他收益	3,000.00	3,000.00	3,595.00
利润总额	9,075.99	11,301.86	11,737.67
综合毛利率	14.17%	14.17%	14.36%
EBITDA	9,222.85	11,389.45	11,744.64
EBITDA利息保障倍数	0.34	0.90	0.99
经营活动现金流净额	-109,873.09	-91,025.58	-112,891.03
收现比	2.82	0.09	0.50

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
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%

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

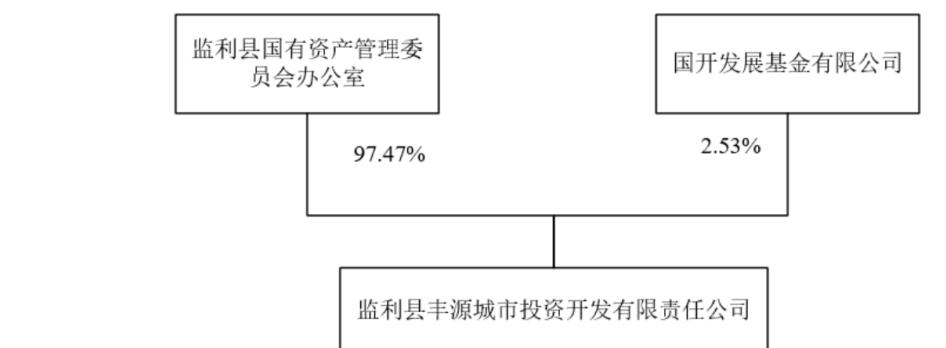
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月14日发行7年期8亿元公司债券，募集资金原计划用于建设监利县新型产业园区平台建设项目。截至2020年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为993.75万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为102,600万元，控股股东和实际控制人仍为监利县国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“监利县国资委”）。2019年6月6日，公司法定代表人由何劲松变更为何龙烈。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍主要承担监利县城市基础设施工程建设、土地整理开发等业务。2019年公司合并报表范围新增监利县丰裕生态农业投资有限公司，截至2019年末公司合并范围子公司共4家，明细见附录二。

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1.29万亿元，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、土地储备等领域，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，但严禁新增隐形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形式新增隐性债务，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

2019年监利县经济增速有所下滑，固定资产投资等仍是其经济发展的主要推动力

2019年监利县经济总量保持增长，但增速有所下滑，当年全县地区生产总值310.04亿元，增速为-2.8%；其中第一产业增加值为105.65亿元，第二产业增加值为68.10亿元，第三产业增加值为136.29亿元。三次产业比由2018年的34.9: 32.9: 32.2调整为2019年的34.1: 22.0: 43.9，第三产业占比大幅提升，但第二产业占比下降较多。2019年监利县人均GDP为19,874.36元，仅为全国人均GDP的28.03%，区域经济发展水平偏低。

由于农产品加工等行业的下滑，2019年监利县规模以上工业增加值同比下滑34.5%。2019年监利县固定资产投资和社会消费品零售保持较快增长，仍然是经济发展的重要推动力。当年监利县固定资产投资增速为15.2%，较上年提升3.40个百分点；社会消费品零售总额为199.35亿元，增速为11.2%，较上年提升0.30个百分点，有力推动了区域经济发展。

2020年以来，全国爆发COVID-19疫情，湖北省作为疫情传播重灾区，各地区经济活

动受疫情影响出现不同程度停滞。监利县作为湖北荆州下属县，工业、投资等经济活动亦受疫情影响，或对区域经济增速产生一定负面影响。

表1 监利县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（GDP）	310.04	-2.8%	282.78	6.8%
第一产业增加值	105.65	-	98.81	3.0%
第二产业增加值	68.10	-	93.09	10.1%
第三产业增加值	136.29	-	90.88	7.9%
规模以上工业增加值	-	-34.5%	-	-
固定资产投资	-	15.2%	-	11.8%
社会消费品零售总额	199.35	11.2%	179.31	10.9%
进出口总额（亿美元）	0.77	24.7%	0.61	0.97%
存款余额	436.4	-	397.13	9.40%
贷款余额	183.7	-	161.54	15.72%
人均GDP（元）	19,874.36		18,126.93	
人均GDP/全国人均GDP	28.03%		28.04%	

注：“-”表示该数据未披露；2018、2019年人均GDP按2017年人口（156万）计算。

资料来源：监利县统计局，中证鹏元整理

根据《关于监利县2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年监利县公共财政收入为9.43亿元，同比增长1.5%，其中税收收入为6.55亿元，税收收入占比为69.46%；当年全县公共财政支出为76.91亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为12.26%，财政自给能力弱。

四、经营与竞争

公司作为监利县内基础设施建设开发的重要的投融资主体，主要承担城市基础设施建设工程、土地整理开发等业务。2019年公司实现营业收入7.58亿元，同比增长4.89%，收入均来自于工程建设收入，收入来源较为单一。2019年公司综合毛利率为14.17%，和上年保持一致。

表2 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
工程建设	75,847.28	14.17%	72,312.43	14.17%
合计	75,847.28	14.17%	72,312.43	14.17%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务收入保持增长，业务持续性较好；但在建项目尚需投入较大，面临较大的资金压力，且自营项目建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性

根据公司与监利县人民政府签订的《委托土地整理及工程建设协议书》，监利县人民政府委托公司承担监利县范围内的开发整理用地及县城区内的工程设施建设任务。其中，土地整理内容主要包括实施拆迁工作、地上地下建筑拆除、渣土清运、围墙施工和场地平整等工作；工程设施建设包括道路、河道、桥梁、交管设施、公益配套项目等内容。监利县人民政府对公司土地整理和工程建设项目采取回购方式，工程设施建设投资回报为实际发生成本的20%。实际操作中，公司每年根据监利县出具的工程结算单确认相关收入及成本。

2019年受土地整理进度及政府规划等因素的影响，公司未确认土地整理业务收入。公司土地整理业务易受政府规划等影响，未来收入存在不确定性。2019年公司实现工程建设收入7.58亿元，同比增长4.89%，主要来源于城北道路项目、实验高中项目等。2019年公司工程建设业务资金回笼情况有所好转，当年收现比为2.82。毛利率方面，公司工程建设项目均按20%的投资回报结算，毛利率稳定在14.17%。

表3 公司 2019 年部分工程建设收入明细（单位：万元）

项目名称	工程成本	确认收入
城北道路项目	11,217.10	13,460.52
实验高中项目	10,466.08	12,559.29
钥匙工程项目	6,998.41	8,398.09
城区亮化（存货刷黑工程）项目	4,881.71	5,858.05
交通路改造项目	4,125.10	4,950.12
万汇融园项目	4,066.86	4,880.23
监利大道扩宽二期工程项目	3,627.89	4,353.47
城北片区农村土地综合整治项目	2,518.00	3,021.60
白螺工业园项目	2,272.63	2,727.16
行政办公楼建设项目	2,006.28	2,407.54
公司办公楼建设项目	1,977.09	2,372.51
白螺中心水厂收储项目	1,240.00	1,488.00
章华大道东延（世纪大道—沙螺干渠）项目	1,171.03	1,405.23
小计	65,102.25	78,122.70

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目包括城区维修改造及绿化工程项目、2018年城中村棚户区改造项目、荆江大堤（长江外滩）整治项目等；其中政府委托代建项目预计总投资为55.69亿元，已投资34.62亿元，后续委托代建收入持续性好，但受项目进度和财政资金

的影响，未来收入规模可能存在波动。截至2019年末，公司主要在建项目总投资72.02亿元，尚需投资24.99亿元，存在较大的资金压力。

此外，“17监利债”两个募投项目（林长河综合整治项目、城市地下综合管廊建设项目）以及本期债券募投项目（新型产业园区建设平台项目）3个自营项目计划由公司运营，上述项目总投资合计16.33亿元，已投资12.41亿元。“17监利债”募投项目原计划于2018年5月末完工，但受工程进度影响，截至2019年末尚未完工；该项目在15年运营期内可通过收取地下综合管廊入廊费，商铺销售，停车场运营以及收取政府补贴等方式，预计实现总收入13.55亿元。本期债券募投项目计划于2019年9月末完工，但受工程进度影响，截至2019年末尚未完工；项目建设完毕后，项目收入主要由厂房出让收入、企业展厅租赁收入、办公楼租赁收入、停车位租赁收入和物业管理费收入五部分组成，计算期7年内（含2年建设期），项目综合收入合计8.52亿元。但中证鹏元注意到，公司自营项目建设进度不及预期，且未来项目收入受当地经济发展、销售进度等因素影响存在一定不确定性。

表4 截至 2019 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	是否委托代建
城区维修改造及绿化工程项目	12.00	11.22	0.78	是
文体中心建设项目	7.36	0.79	6.57	是
2018 年城中村棚户区改造项目	7.16	4.61	2.55	是
荆江大堤（长江外滩）整治项目	6.50	3.43	3.07	是
监利县服装产业园建设项目	6.24	4.41	1.83	是
高速公路连接线项目	4.80	3.98	0.82	是
监利县市民之家建设项目	3.37	0.04	3.33	是
民安花园棚户区改造项目	3.20	1.63	1.57	是
开发区香港家居园项目	2.56	2.52	0.04	是
城东工业园区基础设施建设项目	2.50	1.99	0.51	是
新型产业园区建设平台项目（光电产业园）	7.28	4.56	2.72	否
监利县林长河综合整治项目	5.54	4.59	0.95	否
监利县城市地下综合管廊建设项目	3.51	3.26	0.25	否
合计	72.02	47.03	24.99	-

注：(1) 新型产业园区建设平台项目已投资暂时计入存货-开发成本科目。

(2) 监利县林长河综合整治项目、监利县城市地下综合管廊建设项目分为多个子项目和标段，部分投资计入了存货，因此审计报告在建工程科目中显示的投资额比实际已投资额低。

资料来源：公司提供

2019年外部支持一定程度上提升了公司的盈利水平

公司作为监利县内重要的基础设施建设开发投融资主体，持续获得监利县政府大力支持。2019年根据监利县财政局《关于监利县丰源城市投资开发有限责任公司财政补贴资金

的批复》，公司收到基础设施建设项目补贴0.30亿元，一定程度上提升了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围新增监利县丰裕生态农业投资有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但以存货为主，且部分土地已经抵押，资产整体流动性较弱
公司总资产规模保持增长，2019年末达到114.30亿元，同比增长16.64%。公司资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为94.70%。

公司货币资金有所下降，2019年末为7.19亿元，其中1.36亿元使用受限。应收账款为应收监利县财政局的工程建设款，2019年监利县财政局支付工程款较多使得应收账款大幅下降。其他应收款主要是与其他单位的往来款项，其中前五大应收对象均为监利县政府机构及下属企业。整体来看，公司应收款项欠款方主要为政府机构及下属企业，回收风险相对较小，但应收款项整体规模较大，合计6.73亿元，对公司营业资金形成占用。

公司存货规模较大且增长较快，2019年末存货账面价值为94.32亿元，占总资产的82.52%；其中拟开发土地35.38亿元，2019年公司通过招拍挂获得13宗土地使得拟开发土地大幅增加。2019年末公司拟开发土地中已取得土地证共43宗，账面价值34.39亿元，土地性质多为出让（划拨地仅有1宗），用途以城镇住宅、商住用地为主，其中价值4.95亿元土地尚未缴纳土地出让金；截至2019年末29宗、账面价值22.90亿元土地已经抵押；剩余0.99亿元土地资产尚未办妥产权证。截至2019年末公司开发成本58.94亿元，公司开发成本主要是城区维修改造及绿化工程项目、高速公路连接线项目等工程项目投入，近年公司基础设施工程投资较多，使得开发成本增长较快。

非流动资产方面，公司在建工程即“17监利债”两个募投项目（林长河综合整治项目、城市地下综合管廊建设项目），随着项目投入的增加逐年增长。总体来看，公司近年来资产规模持续快速增长，但是公司资产以存货为主，且拟开发土地中22.90亿元土地已经抵押，资产整体流动性较弱。

表5 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	71,903.46	6.29%	76,305.37	7.79%
应收账款	24,837.58	2.17%	159,820.67	16.31%
其他应收款	42,447.99	3.71%	31,471.06	3.21%
存货	943,223.81	82.52%	611,128.78	62.37%
流动资产合计	1,082,412.84	94.70%	931,826.14	95.09%
在建工程	47,571.98	4.16%	35,296.25	3.60%
非流动资产合计	60,567.25	5.30%	48,083.55	4.91%
资产总计	1,142,980.09	100.00%	979,909.69	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

公司营业收入保持增长，工程建设业务持续性好，政府补助对利润形成补充

2019年公司实现营业收入7.58亿元，同比增长4.89%，收入均来自于工程建设收入，收入来源较为单一。2019年末公司在建代建项目较多，项目储备较为充足，未来工程建设业务收入持续性较好。毛利率方面，公司综合毛利率随着工程建设业务毛利率保持稳定。作为监利县内基础设施建设开发的重要投融资主体，近年监利县政府对公司给予一定的支持。2019年监利县财政局给予公司财政补贴0.30亿元，占同期利润总额的比重为33.05%，对公司利润形成一定补充。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	75,847.28	72,312.43
营业利润	3,000.00	11,422.87
其他收益	9,211.42	3,000.00
利润总额	9,075.99	11,301.86
综合毛利率	14.17%	14.17%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资较多，公司面临较大的资金压力

公司工程建设业务来自于监利县政府，2019年公司工程建设回款大幅好转，当年收现比达到2.82，但当年公司购置较多土地，受上述因素的影响，当年经营活动现金净流出10.99亿元，表现依然较差。

投资活动方面，2019年在建工程持续投入使得投资活动现金净流出0.64亿元。为弥补经营及投资资金缺口，公司2019年加大银行借款、债券融资等筹资力度，当年筹资活动现金净流入10.19亿元。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资24.99亿元，公司面临较大的资金压力。

表7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	2.82	0.09
销售商品、提供劳务收到的现金	213,784.10	6,516.13
收到的其他与经营活动有关的现金	64,319.48	135,305.24
经营活动现金流入小计	278,103.58	141,821.37
购买商品、接受劳务支付的现金	314,624.63	122,404.88
支付的其他与经营活动有关的现金	73,182.92	110,251.42
经营活动现金流出小计	387,976.67	232,846.95
经营活动产生的现金流量净额	-109,873.09	-91,025.58
投资活动产生的现金流量净额	-6,383.13	10,425.26
筹资活动产生的现金流量净额	101,854.31	74,149.38
现金及现金等价物净增加额	-14,401.91	-6,450.93

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

公司资产负债率有所增加，有息债务规模大幅增长，未来面临较大的偿债压力

由于对外融资持续增加，公司负债总额大幅增加，2019年末达到58.11亿元，同比增长36.06%；同期所有者权益依靠利润积累逐渐增加，2019年末为56.19亿元，同比增长1.64%；公司产权比率由2018年的77.25%增长至2019年的103.41%，所有者权益对债务的保障能力有所下降。从构成来看，公司负债以非流动负债为主。

表8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	581,063.76	427,069.35
所有者权益	561,916.33	552,840.34
产权比率	103.41%	77.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，公司短期借款均为质押借款，质押物为定期存款，应付票据为应付银行承兑汇票。其他应付款为应付利息、及应付甘肃第四建设集团有限责任公司等单位的保证金。2019年末一年内到期非流动负债包括一年内到期的长期借款3.24亿元、应付债券1.80

亿元和长期应付款0.22亿元。

2019年公司长期借款同比增长23.25%，包括抵质押借款、信用借款等，抵押资产为存货中拟开发土地。应付债券为17监利债（剩余7.20亿元，7年期，票面利率6.78%）和本期债券（剩余8.00亿元，7年期，票面利率7.50%）。长期应付款为专项应付款和应付非金融机构借款，2019年末应付非金融机构借款为6,600.00万元。

表9 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	7,100.00	1.22%	3,400.00	0.80%
应付票据	5,700.02	0.98%	0.00	0.00%
其他应付款	26,091.55	4.49%	25,298.25	5.92%
一年内到期的非流动负债	52,591.27	9.05%	28,130.50	6.59%
流动负债合计	111,984.90	19.27%	70,118.68	16.42%
长期借款	310,939.82	53.51%	252,282.67	59.07%
应付债券	147,862.20	25.45%	91,715.00	21.48%
长期应付款	10,276.85	1.77%	12,953.00	3.03%
非流动负债合计	469,078.87	80.73%	356,950.67	83.58%
负债合计	581,063.76	100.00%	427,069.35	100.00%
有息债务	530,793.31	91.35%	384,328.17	89.99%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

随着银行借款、应付债券的增加，公司有息债务增长较快，2019年末达到53.08亿元，同比增长38.11%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020-2022年公司分别需偿还息债务本金6.54亿元、6.52亿元和7.42亿元。

表10 截至2019年末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
有息债务本金	65,391.29	65,192.04	74,232.04
合计	65,391.29	65,192.04	74,232.04

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，公司资产负债率有所增长，2019年末达到50.84%。公司现金短期债务比有所下降，2019年末为1.10，表现仍尚可。2019年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.34，有息债务/EBITDA上升至57.55，EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖程度均低，公司面临较大的刚性债务压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	50.84%	43.58%

现金短期债务比	1.10	2.42
EBITDA (万元)	9,222.85	11,389.45
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.90
有息债务/EBITDA	57.55	33.74

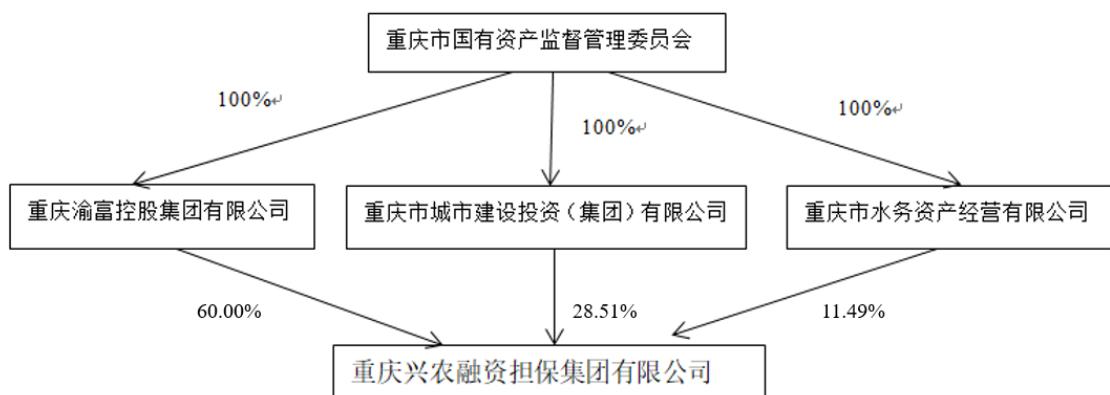
资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平

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2019年末，兴农担保注册资本和实收资本均为521,981.61万元，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 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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 12 截至 2019 年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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月7日）公司本部、子公司监利县城房投资开发有限公司、监利县丰源建设工程有限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；公司本部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

公司作为监利县内重要的基础设施建设开发投融资主体，工程建设业务收入保持增

长，业务持续性较好，且持续得到政府在财政补贴方面的支持；兴农担保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。

但中证鹏元也注意到，截至2019年末公司资产以存货为主，资产整体流动性较弱。公司自营项目建设进度不及预期，未来能否达到预计收入存在不确定性；公司经营性现金流表现较差，在建项目较多，存在较大资金压力；有息债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级AAA，维持公司主体长期信用等级AA-，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)	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	71,903.46	76,305.37	79,161.30
应收账款	24,837.58	159,820.67	92,194.82
其他应收款	42,447.99	31,471.06	47,910.62
存货	943,223.81	611,128.78	574,683.95
流动资产合计	1,082,412.84	931,826.14	820,958.70
在建工程	47,571.98	35,296.25	17,623.21
非流动资产合计	60,567.25	48,083.55	49,337.59
资产总计	1,142,980.09	979,909.69	870,296.29
短期借款	7,100.00	3,400.00	0.00
应付票据	5,700.02	0.00	0.00
其他应付款	26,091.55	25,298.25	18,087.24
一年内到期的非流动负债	52,591.27	28,130.50	10,738.00
流动负债合计	111,984.90	70,118.68	43,943.31
长期借款	310,939.82	252,282.67	195,470.89
应付债券	147,862.20	91,715.00	89,233.61
长期应付款	10,276.85	12,953.00	110.00
非流动负债合计	469,078.87	356,950.67	284,814.50
负债合计	581,063.76	427,069.35	328,757.81
有息债务	530,793.31	384,328.17	295,442.50
所有者权益	561,916.33	552,840.34	541,538.48
营业收入	75,847.28	72,312.43	61,921.99
营业利润	9,211.42	11,422.87	11,861.62
其他收益	3,000.00	3,000.00	3,595.00
利润总额	9,075.99	11,301.86	11,737.67
经营活动产生的现金流量净额	-109,873.09	-91,025.58	-112,891.03
投资活动产生的现金流量净额	-6,383.13	10,425.26	-37,360.14
筹资活动产生的现金流量净额	101,854.31	74,149.38	164,614.66
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	14.17%	14.17%	14.36%
收现比	2.82	0.09	0.50
产权比率	103.41%	77.25%	60.71%
资产负债率	50.84%	43.58%	37.78%
现金短期债务比	1.10	2.42	7.37
EBITDA (万元)	9,222.85	11,389.45	11,744.64

EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.90	0.99
有息债务/EBITDA	57.55	33.74	25.16

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

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
监利县城房投资开发有限公司	5,000.00	100%	房地产开发、投资
监利县丰源建设工程有限公司	20,000.00	100%	市政工程施工
监利县丰利工业投资有限公司	10,000.00	100%	工程施工、工程项目投资等
监利县丰裕生态农业投资有限公司	10,000.00	100%	商务服务

资料来源：公司 2019 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

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	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
产权比率	负债总额 / 所有者权益 × 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期有息债务
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中借款

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。