

2018 年第一期、2019 年第一期
安岳县兴安城市建设投资开发有限公司
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【909】号 01

债券简称：
第一期：18 安岳 01/18
安岳债 01
第二期：19 安岳 01/19
安岳债 01

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：

18 安岳 01：4.3 亿元
19 安岳 01：7.6 亿元
债券到期日期：2018 年
第一期，2025 年 01 月
30 日；2019 年第一期，
2026 年 05 月 06 日

债券偿还方式：两期债
每年付息一次，分次还
本，在债券存续期第 3-7
年逐年分别按照债券发
行总额 20%的比例偿还
债券本金

分析师

姓名：
秦凤明 张旻婧
电话：
021-51035670

邮箱：

qinfm@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

2018 年第一期、2019 年第一期安岳县兴安城市建设投资开 发有限公司公司债券 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
债券信用等级	18 安岳 01：AAA	18 安岳 01：AAA
	19 安岳 01：AAA	19 安岳 01：AAA
主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 08 月 27 日	2019 年 06 月 27 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”）对安岳县兴安城市建设投资开发有限公司（以下简称“安岳兴安城投”或“公司”）及其 2018 年 1 月 30 日发行的第一期公司债券（以下简称“18 安岳 01/18 安岳债 01”）和 2019 年 5 月 6 日发行的第一期公司债券（以下简称“19 安岳 01/19 安岳债 01”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“18 安岳 01/18 安岳债 01”债券信用等级维持为 AAA，“19 安岳 01/19 安岳债 01”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代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，继续获得一定的外部支持，并且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应收款项规模大幅增加，对公司资金占用较大，整体资产流动性较弱，公司经营回款情况较差，项目投资进度缓慢，面临较大的资金压力，有息债务规模持续增长，且非标类债务规模占比较大，短期债务压力大幅上升，以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 代建业务在区域内具有一定重要性和持续性。公司是安岳县主要的市政基础设施投资建设主体，业务承接在区域内具有一定重要性；2019 年末公司主要在建项目总投资约 338,225.70 万元，存货中未结转开发成本合计 289,181.29 万元，主营业务仍具有一定持续性。

- **继续获得一定的外部支持。**公司承担了区域内大量的市政基础设施建设，获得安岳县政府一定的外部支持，2019 年获得当地政府 11,300.00 万元的补贴收入。
- **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提升了本期债券的信用水平。**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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **应收款项规模大幅增加，对资金占用较大，整体资产流动性较弱。**2019 年末公司应收款项同比大幅增加 75.39%，占总资产的比重升至 34.68%，对公司资金占用较大。2019 年安岳县公共财政收入有所下滑，回款时间存在较大不确定。除应收款项外，2019 年末公司存货占总资产的比重为 63.33%，以开发成本（基础设施项目为主）和土地使用权为主，其中开发成本即期变现能力较弱，存量土地抵押比率为 60.68%，整体资产流动性较弱。
- **经营回款较差，项目投资进度缓慢，面临较大的资金压力。**公司收现比持续下降，且往来款流出规模较大，2019 年经营性现金流依旧大幅净流出，资金依赖债务融资，且 2019 年在建项目投资进度缓慢，完工及回款时间不确定性较大；随着在建项目投入及债务到期，公司将面临较大的资金压力。
- **有息负债持续增长，非标类债务占比较高，短期债务压力大幅上升。**2019 年末公司有息债务同比增加 15.44%至 331,863.70 万元，其中非标类债务占比约 57.39%，利率偏高，EBITDA 利息保障倍数降至 0.91，整体债务压力较大；此外，2019 年末公司现金短期债务比大幅降至 0.20，应收款项和存货的短期变现能力较弱，公司短期偿债压力大幅上升。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年 6 月末，公司对外担保金额 97,428.26 万元，占 2019 年末所有者权益的 24.41%，均为国有企业及医院，未设置反担保措施，其中对安岳县交通投资开发有限责任公司担保余额 9,961.63 万元被列为关注，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	888,867.15	828,782.13	801,013.32
所有者权益合计	399,186.47	397,087.14	374,387.61
有息债务	331,863.70	287,467.88	264,115.94
资产负债率	55.09%	52.09%	53.26%
现金短期债务比	0.20	1.12	1.12
营业收入	115,128.16	92,126.87	152,238.09
其他收益	11,300.00	12,993.55	20,042.03
利润总额	23,027.40	25,928.69	30,808.25
综合毛利率	16.82%	14.26%	12.04%
EBITDA	23,073.29	25,983.53	31,177.58
EBITDA 利息保障倍数	0.91	1.61	2.12
经营活动现金流净额	-48,707.87	-31,067.17	-96,805.03
收现比	0.37	0.66	1.01

注：公司 2018 年审计报告对 2017 年财务报表进行了重要会计差错更正，2017 年数据引用 2018 年期初数。
资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方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
期末在保责任余额	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
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%	17.38%

注：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）；“-”为尚未获取数据。
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

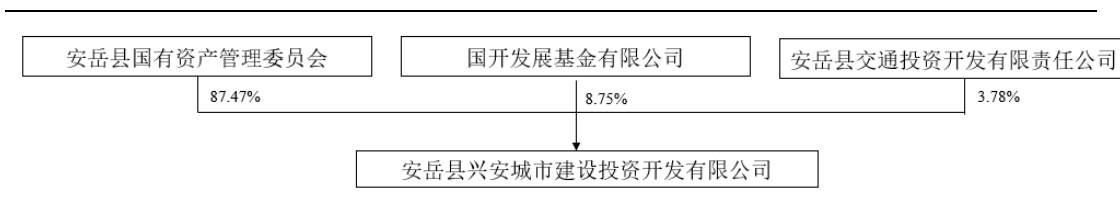
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年1月30日发行7年期4.3亿元“18安岳01/18安岳债01”，募集资金中2.9亿元拟用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，1.4亿元原拟用于补充流动资金；公司于2019年5月6日发行7年期7.6亿元“19安岳01/19安岳债01”，其中5.1亿元拟用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，2.5亿元原拟用于补充流动资金。根据公司提供的募集资金账户明细，截至2020年7月3日，“18安岳01/18安岳债01”、“19安岳01/19安岳债01”募集资金专项账户余额为7.43万元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、注册资本金额未发生变化，股东持股比例出现调整，国开发展基金有限公司持股比例降至8.75%¹，减持部分由安岳县交通投资开发有限责任公司持有并认缴实收资本4,320.00万元；截至2019年12月31日，公司注册资本仍为114,320.00万元，实收资本增至24,320.00万元，公司控股股东及实际控制人仍为安岳县国有资产管理委员会。

图1 截至2019年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司主营业务和合并范围无变化。

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

¹ 国开发展基金有限公司 10,000.00 万元为名股实债，计入长期借款核算。

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投资建设增长较快，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，基础设施投资建设预计将会回暖，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

安岳县整体经济、财政实力较弱，2019 年固定资产投资规模持续下滑，地区生产总值缩水，短期内经济增长缺乏动力

2019 年安岳县实现地区生产总值 252.3 亿元，按可比值计算同比增长 6.7%，整体经济实力较弱；产业结构来看，第一、二、三产业增加值分别同比增长 2.8%、6.1% 和 9.1%，三次产业结构比由 2018 年的 23.6：38.8：37.6 调整为 26.1：22.4：51.5，对经济增长的贡献率分别为 11.3%、23.9% 和 64.8%，分别拉动县域经济增长 0.8、1.6 和 4.3 个百分点。2019 年末安岳县常住人口 107.9 万人，人均地区生产总值为 23,209 元，较上年下降 25.40%，是全国同期人均 GDP 的 32.74%。

安岳县产业结构以柠檬加工、清洁能源和纺织鞋服制造为主，2019 年全县规模以上工业增加值同比增长 7.5%；以柠檬为主的加工业实现产值 22.5 亿元，同比增长 14.3%，清洁能源产业实现产值 8.9 亿元，同比增长 14.0%，纺织鞋服制造业实现产值 11.1 亿元，同比增

长30.0%，主导产业增速仍较快。此外，在基建投资整体放缓背景下，2019年安岳县建筑产业总产值同比下降6.3%。

固定资产投资持续下滑，对经济拉动作用较弱。2019年安岳县全社会固定资产投资同比下降9.5%，其中项目投资同比下降22.5%。分产业来看，第一、二、三产业投资分别同比下降31.3%、12.4%和4.1%。房地产市场方面，2019年全县完成房地产开发投资同比增长19.3%，商品房施工面积同比增长28.6%，供给端整体增速仍较快，但值得注意的是2019年以来销售端增速出现下滑，全年商品房销售面积同比下降25.5%，且近年安岳县常住人口呈下降趋势，房地产市场投资的持续性不强，未来可能存在波动。

2019年全县实现社会消费品零售总额168.6亿元，同比增长9.7%，实现外贸进出口总额0.18亿美元。2019年全县金融机构本外币各项存款余额、贷款余额分别同比增长9.47%和13.39%，整体增速较快。

表 1 2018-2019 年安岳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	252.3	6.7%	345.0	7.1%
第一产业增加值	66.0	2.8%	81.5	3.8%
第二产业增加值	56.5	6.1%	133.9	8.1%
第三产业增加值	129.8	9.1%	129.6	8.0%
固定资产投资	-	-9.5%	146.6	-3.6%
社会消费品零售总额	168.6	9.7%	153.6	11.5%
出口总额（亿美元）	0.18	-	0.18	-5.26%
存款余额	440.6	9.47%	402.5	5.05%
贷款余额	195.6	13.39%	172.5	13.37%
人均 GDP（元）	23,209		31,094	
人均 GDP/全国人均 GDP	32.74%		48.10%	

资料来源：安岳县 2018-2019 年统计公报，中证鹏元整理

2019年安岳县实现公共财政收入10.83亿元，同比下降17.71%，其中税收收入6.33亿元，占公共财政收入比重为58.45%；实现政府性基金收入16.55亿元，同比增长6.16%；同期安岳县公共财政支出为48.45亿元，同比下降6.34%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为22.35%。

四、经营与竞争

公司是安岳县主要的市政基础设施、保障房项目投资建设主体，营业收入主要来源于

代建业务，2019年代建项目结算规模有所增加，代建收入同比增加25.05%。毛利率方面，2019年综合毛利率同比上升2.56个百分点，具体情况如下表所示。

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
代建收入	114,599.18	16.67%	91,645.97	14.17%
垃圾处置收入	528.97	49.04%	480.90	31.10%
合计	115,128.16	16.82%	92,126.87	14.26%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司市政基础设施代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，但项目投资进度缓慢，未来项目完工、回款时间不确定性较大

公司是安岳县重要的市政基础设施、旧城改造及保障房建设主体，业务范围包括城市道路、管网、绿化工程、旧城改造和保障性住房等项目，业务在区域内仍具有一定重要性。公司承建的市政基础设施建设项目（本期债券募投项目除外）实行委托代建模式，公司以自有资金及银行贷款等进行工程建设，并约定每年年末根据工程项目实施进度审核确认已完成的投资额，按投资额的120%进行收入结算，结算后，安岳县财政局将安排资金按照约定支付工程款项。

2019年公司实现代建收入114,599.18万元，系当期结算了安岳大道南段、新农村综合体和金花村、望城村土地整理项目。截至2019年末，公司主要在建项目总投资额达338,225.70万元，已投资50,880.73万元，尚需投资287,344.97万元，代建业务仍具有一定持续性；本期债券募投项目安岳县棚户区改造安置房建设项目实行公司自建销售模式，总投资119,813.98万元，截至2019年末，公司未提供募投项目的已投资情况。值得注意的是，2019年公司在建项目相对2018年末增量投资规模很小，项目进度严重滞后，未来的完工、回款时间存在较大不确定。

表 3 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
安岳县城北片区棚户区改造项目	61,200.00	81.42
安岳县城东片区棚户区改造项目	51,150.00	5,718.88
贾岛路二期工程	43,000.00	4,156.09
安岳县城南片区棚户区改造项目	37,600.00	2,889.79
石坝子片区棚户区改造工程	31,000.00	23,343.39
贾岛路安置区工程	27,500.00	4,634.39
安岳县滴水湖二期绿化景观建设项目	26,000.00	2,885.01

岳石路东段安置区工程	21,500.00	4,869.88
安岳县乡镇生活污水处理厂建设项目	17,802.49	280.03
安岳县双河公园（海绵型生态公园）建设项目	12,600.00	1,150.61
安岳县城乡生活垃圾一体化处置系统工程	8,873.21	871.24
合计	338,225.70	50,880.73

注：2019 年公司投资项目主要为安岳县棚户区改造安置房建设项目、贾岛路一期、新农村综合体、岳石路东段，但公司未能提供以上项目的总投资、已投资情况。

资料来源：公司提供

公司继续获得一定的外部支持

公司承担了安岳县内大量的市政基础设施项目，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持。根据安财函【2019】131号文件，2019年安岳县人民政府给予公司资金补助11,300.00万元，提升了公司利润水平。此外，我们也注意到2019年安岳县政府收回公司5宗前期注入的土地使用权，并减少资本公积23,919.98万元。

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019年审计报告及中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018年审计报告，报告均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年公司账面资金较少，应收款项规模大幅增加，对资金占用较大，土地抵押比例较高，资产流动性较弱

截至2019年末，公司总资产同比增加7.25%至888,867.15万元，资产结构仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重达99.02%。

表 4 2018-2019 年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	8,930.95	1.00%	25,091.92	3.03%
应收账款	194,355.29	21.87%	121,547.73	14.67%
其他应收款	113,877.87	12.81%	54,189.46	6.54%

存货	562,962.81	63.33%	624,139.31	75.31%
流动资产合计	880,126.92	99.02%	824,968.42	99.54%
非流动资产合计	8,740.23	0.98%	3,813.71	0.46%
资产总计	888,867.15	100.00%	828,782.13	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金余额持续下降，2019年末仅8,930.95万元，其中2,000.00万元已用于借款质押，货币资金受限比例为22.39%。应收账款均为应收安岳县财政局代建项目款，近年回款情况较差，2019年末同比大幅增加59.90%至194,355.29万元，实际回收时间受安岳县财政安排影响存在较大不确定，对公司资金形成较大占用。其他应收款主要为往来款，2019年末同比大幅增加110.15%至113,877.87万元，其中应收安岳县融资推进工作领导小组办公室往来款占比达79.38%；此外，前五大应收对象中四川华通柠檬有限公司、四川省安岳广宇建设工程有限公司均为民营企业，其中四川华通柠檬有限公司已全额计提坏账准备，四川省安岳广宇建设工程有限公司已计提58.44%坏账准备；2019年末其他应收款中欠款前五名情况如下表所示。

表 5 公司 2019 年末其他应收款中欠款金额前五名情况（单位：万元）

欠款单位	款项性质	账面价值	占其他应收款余额的比例
安岳县融资推进工作领导小组办公室	往来款	100,406.36	79.38%
四川华通柠檬有限公司	往来款	3,621.57	2.86%
中铁八局集团第一工程有限公司	往来款	3,247.20	2.57%
中国葛洲坝集团第一工程有限公司	往来款	2,552.88	2.02%
四川省安岳广宇建设工程有限公司	往来借款	2,440.00	1.93%
合计	-	112,268.01	88.75%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

存货主要为土地使用权和代建项目的开发成本，2019年末账面价值为562,962.81万元，其中开发成本289,181.29万元，为公司承建的市政基础设施项目的已投入待结转成本；存量土地账面价值273,781.52万元²，其中11,900.09万元为公用设施用地、街巷，其他主要为商服、住宅用地，2019年末土地抵押比率为60.68%。

公司非流动资产规模很小，主要是以房屋建筑物为主的固定资产和递延所得税资产，截至2019年末，非流动资产规模为8,740.23万元，占总资产的比重仅为0.98%。

整体来看，2019年公司应收款项规模大幅上升，对资金占用较大，且回收时间受财政支付影响存在较大不确定；土地和代建项目即期变现能力较弱，账上货币资金规模较小，

² 2019 年政府收回公司 8 宗土地使用权，账面价值合计 46,458.37 万元，公司购置 4 宗土地使用权，账面价值合计 50,511.69 万元，还未办理土地证。

整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入受工程进度及政府回购安排影响未来仍可能存在波动，利润对政府补贴存在一定依赖

公司营业收入仍主要来源于市政基础设施建设业务，2019年营业收入同比增加24.97%，考虑到存货中尚有未结转开发成本289,181.29万元，未来收入仍具有一定持续性，但受工程进度及政府回购安排影响未来可能存在波动；2019年受代建业务毛利率上升影响，公司综合毛利率同比上升2.56个百分点。

2019年公司利润总额同比下降11.19%，财政补贴占利润总额的比重为49.07%，利润对政府补贴仍存在一定依赖。

表 6 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	115,128.16	92,126.87
其他收益	11,300.00	12,993.55
营业利润	23,047.25	25,923.91
利润总额	23,027.40	25,928.69
综合毛利率	16.82%	14.26%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

代建业务回款情况较差，经营性现金流持续净流出，资金依赖外部融资；随着项目投入及债务到期，公司面临较大的资金压力

2019年公司收现比降至0.37，代建业务回款情况较差，且当期发生的往来款规模较大，对公司资金形成较大占用，全年经营活动现金净流出48,707.87万元。

公司投资活动规模较小，2019年投资活动现金净流出264.28万元。2019年公司成功发行“19安岳债01”，筹资活动现金流入规模大幅上升，全年筹资活动现金净流入32,811.17万元；考虑到2019年末公司主要在建项目合计尚需投资287,344.97万元，且债务到期压力大，未来仍面临较大的资金压力。

表 7 2018-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.37	0.66

销售商品、提供劳务收到的现金	42,801.91	60,709.87
收到的其他与经营活动有关的现金	73,689.86	18,534.72
经营活动现金流入小计	116,491.77	79,244.60
购买商品、接受劳务支付的现金	55,387.43	68,931.64
支付的其他与经营活动有关的现金	108,446.34	41,074.33
经营活动现金流出小计	165,199.63	110,311.77
经营活动产生的现金流量净额	-48,707.87	-31,067.17
投资活动产生的现金流量净额	-264.28	-1,782.98
筹资活动产生的现金流量净额	32,811.17	6,712.93
现金及现金等价物净增加额	-16,160.98	-26,137.22

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

有息负债规模持续增长，非标类债务占比较高，债务压力较大

2019年末公司所有者权益较上年变化不大，负债总额同比增加13.43%，受此影响，产权比率升至122.67%，净资产对债务的保障能力有所下降。从债务结构来看，2019年末非流动负债占比58.63%，为负债的主要构成。

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	489,680.69	431,694.99
所有者权益	399,186.47	397,087.14
产权比率	122.67%	108.72%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其他应付款主要为应付安岳长城投资有限公司、安岳藏格投资有限公司、安岳县人民医院等单位的往来款项，2019年末为131,842.89万元。一年内到期的非流动负债均为长期借款，2019年末为44,761.00万元。

公司长期借款(含一年内到期部分)主要为银行贷款、信托贷款及融资租赁借款，2019年末长期借款余额为175,442.00万元，其中信托、融资租赁类借款利率较高，利息负担较重。应付债券即“18安岳债01”、“19安岳债01”，2019年末为111,660.70万元，将分别于2021年、2022年进入分期还本期。

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
其他应付款	131,842.89	26.92%	124,817.37	28.91%
一年内到期的非流动负债	44,761.00	9.14%	22,429.94	5.20%
流动负债合计	202,577.98	41.37%	166,657.05	38.61%
长期借款	175,442.00	35.83%	224,870.00	52.09%
应付债券	111,660.70	22.80%	40,167.94	9.30%
非流动负债合计	287,102.70	58.63%	265,037.94	61.39%
负债合计	489,680.69	100.00%	431,694.99	100.00%
其中：有息债务	331,863.70	67.77%	287,467.88	66.59%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率升至55.09%，有息债务同比增长15.44%至331,863.70万元，有息债务/EBITDA增至14.38，整体债务负担进一步上升。随着债务规模上升，2019年末公司利息支付金额大幅上升，EBITDA利息保障倍数降至0.91。短期来看，2019年末公司现金短期债务比仅为0.20，应收款项和存货的短期变现能力较弱，短期偿债压力大幅上升。此外，我们也关注到公司目前多笔长期借款签订了展期协议，一定程度上平滑了债务期限，但随着本期债券相继进入偿还期，未来整体偿债压力仍较大。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	55.09%	52.09%
现金短期债务比	0.20	1.12
EBITDA 利息保障倍数	0.91	1.61
有息债务/EBITDA	14.38	11.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

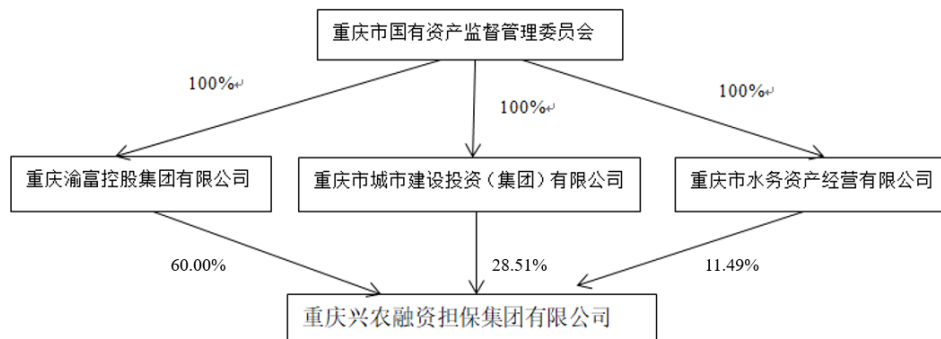
六、债券偿还保障分析

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，兴农担保股权结构关系如图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，2017年1月1日至报告查询日（2020年8月13日），公司存在两笔欠息，第一笔欠息发生日2018年9月29日，金额为4.39万元，结清日为2018年11月9日；根据山东晨鸣融资租赁有限公司出具的欠息说明，该笔欠息系银行系统原因。第二笔欠息发生日为2018年11月20日，金额为62.74万元，结清日为2018年11月22日。此外，公司征信报告中存在关注类借贷交易余额6,443.70万元，关注类其他借贷交易余额9,961.63万元，根据公司提供的说明，关注类借贷交易余额6,443.70万元系公司2017年从江苏金融租赁股份有限公司取得贷款，因发生过利息逾期被列为关注类贷款，目前逾期款项已全部偿还；关注类其他借贷交易余额9,961.63万元系公司对安岳县交通投资开发有限公司提供担保，因安岳县交通投资开发有限公司存在利息逾期，导致该笔担保被列为关注。除此之外，公司本部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。

（二）或有事项分析

截至2020年6月30日，公司对外担保金额合计97,428.26万元，占2019年末公司所有者权益合计的比例为24.41%，被担保对象均为国有企业及医院，均未设置反担保措施，其中对安岳县交通投资开发有限责任公司担保余额9,961.63万元被列为关注，存在较大的或有负债风险。

表 12 截至 2020 年 6 月 30 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保方式	终止时间	是否有反担保
安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司	国有独资	50,000.00	信用担保	2037/11/20	无

安岳县人民医院	-	8,468.26	信用担保	2021/6/23	无
安岳县第三人民医院	-	1,000.00	信用担保	2021/2/18	无
安岳县中医医院	-	3,980.00	土地担保	2022/1/30	无
安岳县康复医院	-	3,900.00	土地担保	2022/1/31	无
安岳县自来水公司	国有独资	3,900.00	土地担保	2023/12/5	无
安岳县第三人民医院		1,900.00	土地担保	2022/9/28	无
安岳县交通投资开发有限责任公司	-	10,000.00	信用担保	2021/3/17	无
安岳县保安服务公司	-	3,900.00	抵押担保	2023/3/2	无
安岳县中医医院	-	9,000.00	抵押担保	2020/12/6	无
安岳县柠都自来水公司	国有独资	1,380.00	信用担保	2023/6/10	无
合计	-	97,428.26	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

公司代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，继续获得一定的外部支持，兴农担保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应收款项规模大幅增加，对公司资金占用较大，整体资产流动性较弱，公司经营回款情况较差，项目投资进度缓慢，面临较大的资金压力，有息债务规模持续增长，且非标类债务规模占比较大，短期债务压力大幅上升，以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，经综合评定，中证鹏元维持“18安岳01/18安岳债01”债券信用等级为AAA，维持“19安岳01/19安岳债01”债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为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

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2018 年期初	2017 年期末
货币资金	8,930.95	25,091.92	51,229.15	19,444.75
应收账款	194,355.29	121,547.73	87,381.35	87,381.35
其他应收款	113,877.87	54,189.46	45,615.81	45,413.81
存货	562,962.81	624,139.31	614,540.54	577,160.67
流动资产合计	880,126.92	824,968.42	798,766.85	729,400.59
总资产	888,867.15	828,782.13	801,013.32	731,647.06
其他应付款	131,842.89	121,848.61	149,260.05	176,547.46
一年内到期的非流动负债	44,761.00	22,429.94	45,606.94	45,106.94
流动负债合计	202,577.98	166,657.05	208,116.71	234,904.12
长期借款	175,442.00	224,870.00	218,509.00	139,009.00
应付债券	111,660.70	40,167.94	0.00	0.00
非流动负债合计	287,102.70	265,037.94	218,509.00	139,009.00
总负债	489,680.69	431,694.99	426,625.71	373,913.12
有息债务	331,863.70	287,467.88	264,115.94	184,115.94
所有者权益	399,186.47	397,087.14	374,387.61	357,733.94
营业收入	115,128.16	92,126.87	152,238.09	152,238.09
其他收益	11,300.00	12,993.55	20,042.03	20,042.03
营业利润	23,047.25	25,923.91	34,054.51	34,051.59
净利润	21,699.31	22,699.53	28,714.03	28,711.11
经营活动产生的现金流量净额	-48,707.87	-31,067.17	-96,805.03	-86,145.18
投资活动产生的现金流量净额	-264.28	-1,782.98	-312.69	-312.69
筹资活动产生的现金流量净额	32,811.17	6,712.93	105,796.22	65,351.98
财务指标	2019 年	2018 年	2018 年期初	2017 年期末
综合毛利率	16.82%	14.26%	12.04%	12.04%
收现比	0.37	0.66	1.01	1.01
产权比率	122.67%	108.72%	113.95%	104.52%
资产负债率	55.09%	52.09%	53.26%	51.11%
现金短期债务比	0.20	1.12	1.12	0.43
EBITDA（万元）	23,073.29	25,983.53	31,177.58	31,174.66
EBITDA 利息保障倍数	0.91	1.61	2.12	4.36
有息债务/EBITDA	14.38	11.06	8.47	5.91

注：公司 2018 年审计报告对 2017 年财务报表进行了重要会计差错更正。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/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	1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录三 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。