



2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 梁楷



2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-29	2020-06-18

债券概况

债券简称：19 井冈国资债/19 井冈债

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日期：2026-04-01

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%

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

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到公司业务持续性仍然较好，且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效的提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金压力较大和偿债压力增加，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	110.66	103.30	94.57
所有者权益	68.23	67.60	66.85
总债务	40.37	33.85	25.74
资产负债率	38.34%	34.56%	29.32%
现金短期债务比	23.12	34.19	13.13
营业收入	7.73	6.48	7.10
其他收益	0.81	0.88	0.76
利润总额	0.66	0.76	0.76
销售毛利率	3.39%	4.34%	4.19%
EBITDA	0.97	1.07	1.08
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.70	1.10
经营活动现金流净额	-2.41	-3.99	-1.89
收现比	0.17	0.10	0.30

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司在建项目规模较大，业务持续性较好。**截至 2020 年末，公司在建项目规模较大，计划总投资 68.72 亿元，尚需投资 40.30 亿元，业务持续性较好，未来可形成一定规模的收入。
- **第三方担保仍能有效提升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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年末，以工程代建成本和土地储备为主的存货占总资产的 47.09%，短期内难以变现；应收款项账面价值占总资产比重为 34.03%，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。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资 40.30 亿元。
- **公司偿债压力增加。**2020 年末，公司总债务规模为 40.37 亿元，同比增长 19.28%；公司 EBITDA 利息保障倍数略微下降至 0.69，债务压力持续增加。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额共计 3.30 亿元，占期末公司所有者权益的比重为 4.84%，且均未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为1.31亿元。

三、发行主体概况

2020年10月22日，公司法定代表人及董事长由卢诗亮变更为邹政。2020年11月，公司控股股东由井冈山市财政局变更为井冈山市城投控股集团有限公司，已于2020年11月完成工商变更登记，截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本仍为5,000.00万元，公司实际控制人仍为井冈山市财政局。跟踪期内公司主营业务、合并范围未发生变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大



幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城

投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

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。2020年井冈山市实现地区生产总值75.47亿元，按可比价格计算，同比增长3.9%，总量仍然较小。2020年，井冈山市人均GDP为4.42万元，为全国人均GDP的60.94%，低于全国平均水平。

井冈山市工业转型升级压力较大，投资动力有所下降，消费市场下滑较快。工业经济方面，2020年规模工业增加值增长5.1%，较去年有所下滑。固定资产投资方面，2020年全市固定资产投资增长9.8%，较去年同期下滑0.3个百分点，投资动力略显不足。消费市场方面，2020年井冈山市社会消费品零售总额实现42.90亿元，同比增长3.5%，增速较上年下降9.1个百分点，消费增长动力减弱。

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	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	75.47	3.9%	67.86	8.10%
第一产业增加值	-	-	5.50	3.30%
第二产业增加值	-	-	11.70	7.90%
第三产业增加值	-	-	50.66	8.60%
工业增加值	-	5.1%	8.68	8.60%
固定资产投资	-	9.8%	-	10.1%
社会消费品零售总额	42.90	3.5%	28.23	12.60%
进出口总额（亿美元）	-	-	0.28	-
存款余额	-	-	109.75	8.90%
贷款余额	116.17	21.8%	95.36	9.60%
人均 GDP（元）		44,151		39,707
人均 GDP/全国人均 GDP		60.94%		56.01%

注：2020 年工业增加值为规模工业增加值；2020、2019 年人均 GDP 分别根据 2019、2018 年末全市总人口计算。

资料来源：井冈山市 2019 年经济和社会发展统计公报、2020 年 1-12 月吉安市各县（市、区）主要经济指标，中证鹏元整理

2020年井冈山市实现一般公共预算收入6.89亿元，同比增长1.30%，其中地方税收收入3.95亿元，占一般公共预算收入的比重为57.3%；同期井冈山市公共财政支出为23.83亿元，同比下降2.6%，财政自给率（一般公共预算收入/公共财政支出）为28.91%。



五、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。2020年公司实现工程施工收入7.65亿元，同比上升20.07%。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2020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，租赁业务转亏，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，2020年公司综合毛利率为3.39%，较上年略下降0.95个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程服务	76,481.83	3.74%	63,698.40	3.74%
房屋租赁收入	703.68	-50.93%	777.96	28.57%
资产处置收入	104.98	100.00%	132.02	100.00%
餐饮客房收入	15.18	100.00%	158.07	46.80%
合计	77,305.67	3.39%	64,766.45	4.34%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建工程服务收入同比增长，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，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。

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。截至2020年末，公司主要在建的基础设施代建项目预计总投资60.01亿元，已投资24.62亿元，尚需投资37.73亿元。其中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4.92亿元。需要注意的是，自营项目建成后公司通过对外出租收回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2020年末，公司主要在建项目预计总投资为68.72亿元，已投资28.41亿元，未来尚需投资40.30亿元，资



金规模较大，面临较大的资金压力。

表3 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	业务模式
井冈山全域旅游建设项目	20.00	6.86	代建
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	8.71	3.79	自营
井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目	7.65	1.81	代建
井冈山市农村安全饮水工程建设项目	7.15	4.64	代建
水资源保护项目*	6.72	2.91	代建
井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目	5.23	3.49	代建
党校建设项目*	3.70	0.32	代建
S314 拿碧省道改造项目*	3.36	0.23	代建
井冈山市农村公路改造项目一期	2.79	2.72	代建
三环路建设项目*	1.60	0.06	代建
拿山河综合治理工程	1.44	1.35	代建
井冈山市易地搬迁及深山移民项目	0.30	0.22	代建
长征军需小镇项目（望红台文化公园）*	0.08	0.01	代建
合计	68.72	28.41	

注：标*项目为 2020 年新增项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司资产经营处置收入存在一定波动性，受疫情影响房屋租赁业务和酒店业务创收较弱

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。2020年公司房屋租赁业务成本较上年同期增幅较大，因2020年度外购投资性房地产 1.50亿元，导致折旧金额较大，进而导致租赁业务成本大幅增加，致使当年毛利率下降为负。

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。2020年公司实现资产处置毛利收入0.01亿元，公司以毛利计收入，因此该业务毛利率为100.00%。

餐饮客房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。2020年餐饮客房板块收入较上年同期减少 90.39%，主要系受年初疫情影响餐饮客房业务部分关闭所致，2020年米兰花酒店平均客房出租率21.35%左右。



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。2020年公司获得政府对项目的补助收入、财政贴息及运营补贴、税收返还和产业扶持发展资金合计8,058.35万元，其中项目补助收入包括美丽乡村建设项目、水资源保护项目、罗浮垵下二期项目、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等补助收入，有效提升了公司利润水平。

六、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2018-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制，2020年公司合并报表范围无变化，截至2020年末纳入公司合并报表范围的子公司共5家，见附录四。

资产结构与质量

2020年公司资产规模持续增长，但以应收款项和土地储备为主，整体资产流动性较弱

2020年公司资产总额同比增长7.12%，主要是应收账款、投资性房地产和在建工程增加所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

截至2020年末公司货币资金规模稳定，无使用权受限情况。2020年末公司应收账款较上年大幅增加33.86%，应收账款余额的99.99%均为井冈山财政局，账龄分布在0-4年之间。2020年末公司其他应收款较上年下降22.75%但占比仍高，其他应收款总额的91.58%为对井冈山市财政局的应收往来款。截至2020年末，公司应收款项（含应收账款和其他应收款）占公司总资产比重为34.03%，其回收时间受政府财政资金安排影响，回款时间不确定且规模较大，对公司营运资金形成较大占用。2020年末公司存货规模略有增长，主要是工程施工进度推进所致。存货余额中97.78%为土地储备，对应账面价值50.95亿元，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，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。2020年末公司投资性房地产同比增加16.41%，系公司外购城东农贸市场所致，因期末购置，暂未办妥产权证。其中账面价值为1.56亿元的投资性房地产因抵押而受限。2020年末公司在建工程增加47.37%，系本期债券募投项目的建设投入所致，公司在建工程因全部抵押而受限。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比



货币资金	6.47	5.85%	6.84	6.62%
应收账款	26.27	23.74%	19.62	19.00%
其他应收款	11.39	10.29%	14.75	14.28%
存货	52.11	47.09%	51.18	49.54%
流动资产合计	97.15	87.80%	92.62	89.66%
投资性房地产	9.10	8.23%	7.82	7.57%
在建工程	3.79	3.43%	2.57	2.49%
非流动资产合计	13.51	12.20%	10.68	10.34%
资产总计	110.66	100.00%	103.30	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入增长较快，政府补助有效提升了公司的利润水平

公司营业收入主要来自代建工程服务收入，目前公司在建基础设施项目较多，业务可持续性较好。毛利率方面，因公司房屋租赁毛利率下降导致综合销售毛利率下降0.95个百分点。2020年公司营业利润及利润总额略有下降，主要是其他收益较去年略微减少所致，其他收益主要来自政府补助，占同期利润总额的比重为121.33%，是公司利润的重要支撑。

表5 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	7.73	6.48
收现比	0.17	0.10
营业利润	0.67	0.76
其他收益	0.81	0.88
利润总额	0.66	0.76
销售毛利率	3.39%	4.34%

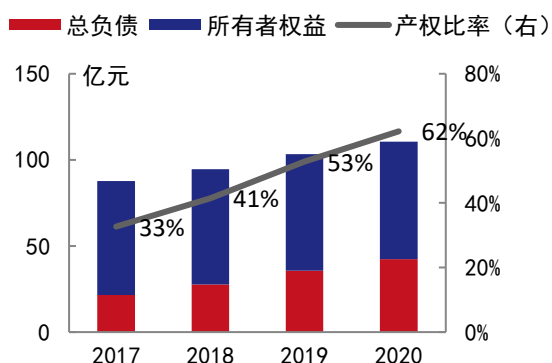
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临一定的债务偿付压力

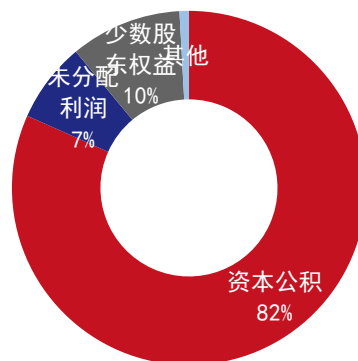
2020年末公司总负债规模增加18.82%，但公司资本仍以所有者权益为主。2020年末公司产权比率上升9.36个百分点到62.17%，所有者权益对负债的保障能力有所下降。截至2020年末公司所有者权益仍以资本公积为主，主要是公司股东注入的房产及土地等资产。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主，且占比呈逐年上升趋势。公司流动负债规模较小，主要是其他应付款，2020年末公司其他应付款同比增加55.05%，主要是对井冈山市工业园管委会、吉安市旅游投资发展有限公司和井冈山市财政局的应付款项。

公司非流动负债主要来自长期借款，2020年末公司长期借款同比增加23.75%，主要是抵押借款和保证借款大幅增加。增加的质押借款中5亿元为抵押+质押+保证借款，其中保证人为井冈山国资，抵押物为茨坪镇房地产，对应金额1.56亿元，质押物为子公司井冈山市城市建设投资开发有限公司名下井冈山市水资源保护项目中的污水处理收入、自来水费收入和建筑垃圾收纳场收入和其他综合收入，包括宾馆店面出租收入、名下商业房地产转让收入的应收账款和该项目中井冈山国资名下的宾馆店面出租收入的应收账款。2020年末公司应付债券为本期债券，发行规模7.00亿元，票面利率为7.00%。

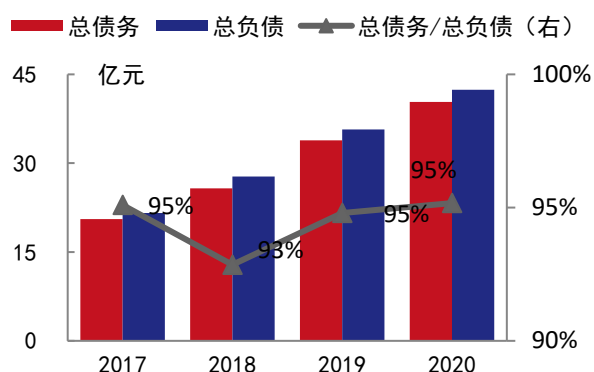
表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.28	0.66%	0.20	0.56%
其他应付款	1.02	2.42%	0.66	1.85%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	1.58	3.72%	1.42	3.98%
长期借款	33.30	78.50%	26.91	75.37%
应付债券	6.79	16.01%	6.74	18.87%
非流动负债合计	40.84	96.28%	34.28	96.02%
负债合计	42.42	100.00%	35.70	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

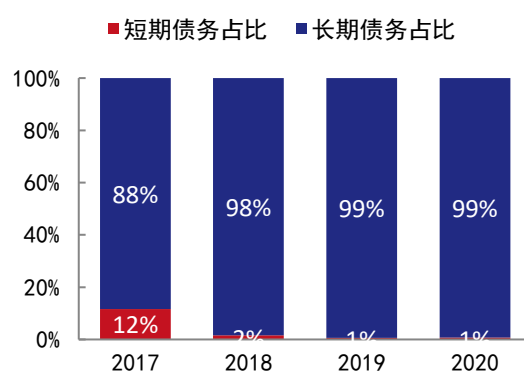
从债务结构来看，公司总负债中以总债务为主，总债务中以长期债务为主。

图3 2020年12月末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标看，由于债务规模增长较快，公司资产负债率持续上升但水平仍低，2020年公司资产负债率较去年增加3.78个百分点。2020年末公司现金短期债务比指标明显下降，但整体现金对短期债务的覆盖能力仍然较好。2020年公司EBITDA利息保障倍数较去年变动不大，处于偏低水平。

表7 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	38.34%	34.56%
现金短期债务比	23.12	34.19
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.70

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月10日），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；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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计3.30亿元，占期末所有者权益的4.84%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表8 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
井冈山市中医院	13,000.00	2018-04-27	2023-1-20
井冈山旅游发展总公司	20,000.00	2018-02-12	2033-2-10

合计	33,000.00	--	--
----	-----------	----	----

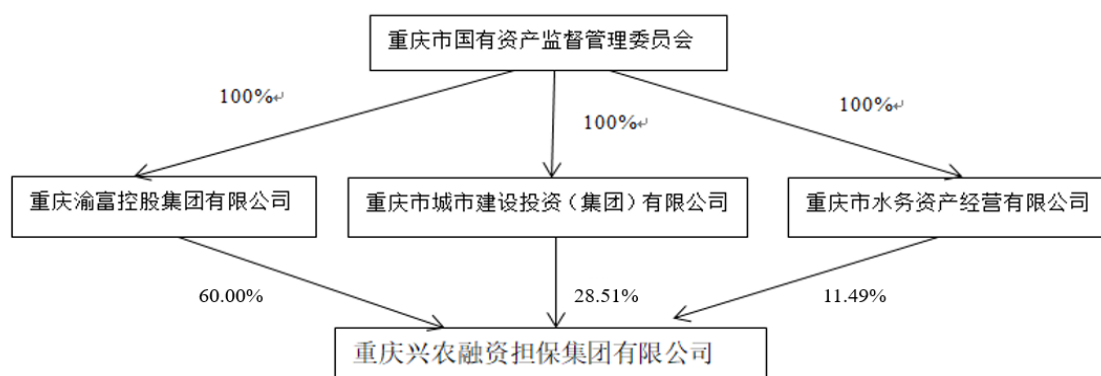
资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

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

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。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，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2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图 1 截至 2020 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2020 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。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表9 担保方营业收入构成（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	8.89	76.14%	7.96	76.16%	5.20	70.01%
利息收入	2.33	19.93%	1.76	16.78%	1.59	21.37%
其他收入	0.46	3.92%	0.74	7.06%	0.64	8.62%
合计	11.68	100.00%	10.46	100.00%	7.43	100.00%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。



表10 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	207.43	211.42	229.63
所有者权益合计	102.05	97.84	98.42
营业总收入	11.68	10.46	7.43
担保费收入	8.89	7.96	5.20
利润总额	3.66	3.06	2.21
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，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仍能有效提升本期债券信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

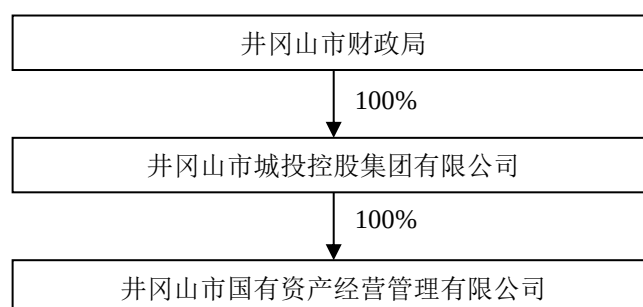


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	6.47	6.84	5.25
应收票据及应收账款	26.27	19.62	13.72
应收账款	26.27	19.62	13.72
其他应收款（合计）	11.39	14.75	14.98
其他应收款	11.39	14.75	14.98
存货	52.11	51.18	51.33
流动资产合计	97.15	92.62	85.40
非流动资产合计	13.51	10.68	9.17
资产总计	110.66	103.30	94.57
短期借款	0.28	0.20	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.40
流动负债合计	1.58	1.42	1.48
长期借款	33.30	26.91	25.34
应付债券	6.79	6.74	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	40.84	34.28	26.24
负债合计	42.42	35.70	27.73
总债务	40.37	33.85	25.74
所有者权益	68.23	67.60	66.85
营业收入	7.73	6.48	7.10
营业利润	0.67	0.76	0.76
其他收益	0.81	0.88	0.76
利润总额	0.66	0.76	0.76
经营活动产生的现金流量净额	-2.41	-3.99	-1.89
投资活动产生的现金流量净额	-2.56	-1.32	-0.77
筹资活动产生的现金流量净额	4.60	6.90	4.21
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	3.39%	4.34%	4.19%
收现比	0.17	0.10	0.30
资产负债率	38.34%	34.56%	29.32%
现金短期债务比	23.12	34.19	13.13
EBITDA（亿元）	0.97	1.07	1.08
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.70	1.10

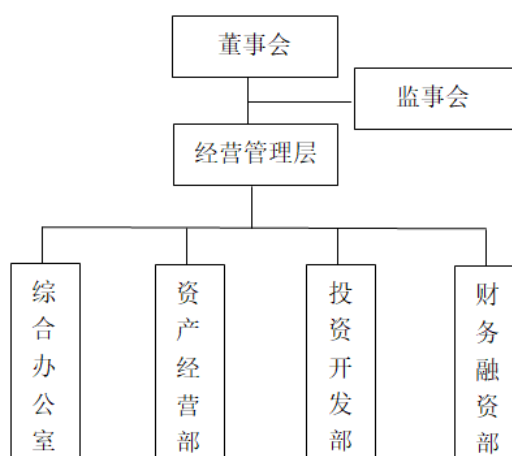
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
井冈山市城市建设投资开发有限公司	1.30	90.00%	房屋建筑业
井冈山市文化旅游发展有限公司	1.64	82.33%	房屋建筑业
井冈山市新城投资发展有限公司	2.60	70.00%	房屋建筑业
井冈山市工业园投资开发有限公司	1.00	51.00%	房屋建筑业
井冈山米兰花酒店管理有限公司	0.05	100.00%	酒店服务业

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。