



2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券2022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.

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人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
PR 井冈债/ 19 井冈国资债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“PR 井冈债/19 井冈国资债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：井冈山市历史文化底蕴丰厚，红色旅游、培训影响力全国领先，作为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司业务可持续性较好，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仍能有效提升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，经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力和一定的偿债压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务可持续性较好，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。

评级日期

2022 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	121.96	110.66	103.30
所有者权益	69.47	68.23	67.60
总债务	50.87	40.37	33.85
资产负债率	43.04%	38.34%	34.56%
现金短期债务比	2.75	23.12	34.19
营业收入	7.81	7.73	6.48
其他收益	0.72	0.81	0.88
利润总额	0.60	0.66	0.76
销售毛利率	2.05%	3.39%	4.34%
EBITDA	0.91	0.97	1.07
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.69	0.70
经营活动现金流净额	-5.05	-2.41	-3.99
收现比	36.21%	17.13%	9.79%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **井冈山市历史文化底蕴丰厚，红色旅游、培训影响力全国领先。**井冈山市为我国革命摇篮所在地，党中央、国务院在此设立了国家级干部培训院校，红色旅游、培训影响力全国领先，2021 年井冈山市消费增速恢复情况较好，有效助力当地经济增长，为公司开展业务提供了较好的外部环境。
- **公司在建项目投资规模较大，业务可持续性较好。**作为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，截至 2021 年末，公司在建项目投资规模较大，未来仍可形成一定规模的收入。
- **兴农担保提供的保证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，兴农担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2021 年末公司资产以应收款项、土地储备和工程代建成本为主，其中工程代建成本和土地储备集中变现难度较大，应收款项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 2021 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，且同期受限比很低，业务回款仍滞后，经营活动现金流持续净流出。
- **公司面临一定的偿债压力。**2021 年末公司总债务持续增长，同期 EBITDA 利息保障倍数下降至较低水平。



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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	1		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	1		收现比	2
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-6-29	陈刚、郜宇鸿	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）	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2019-3-12	杨培峰、毕柳	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0）、城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
PR 井冈债/ 19 井冈国资债	7.00	5.60	2021-6-29	2026-4-1



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2022年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.45亿元。

三、发行主体概况

2021年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍均为0.50亿元，井冈山市城投控股集团有限公司持有公司100%股权，仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为井冈山市财政局。

2022年4月公司股东决定对公司董事会成员及总经理进行调整，变更后公司董事长及总经理为黄燕红，其余两名董事分别为赵书兰和夏燕琴。

公司仍主要负责井冈山市基础设施建设、国有资产经营处置等业务，2021年公司合并范围新增1家子公司，当期无减少的子公司。

表1 2021年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江西恒银供应链管理有限公司	70%	0.50	软件和信息技术服务业	设立

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开信息查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。



从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或

流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

井冈山市人文自然资源丰厚，红色旅游、培训影响力全国领先，经济增速与该等行业景气度紧密关联；当地经济规模较小，财政实力较弱且自给率较低，有一定债务压力

区位特征：井冈山市属于典型山区市，地形复杂，铁路交通仍有待提升。井冈山市隶属于江西省吉安市，地处赣湘两省交界的罗霄山脉中段，幅员面积1,462.40平方千米，其中山地面积占比达到87%，是典型的山区市。根据2020年第七次全国人口普查数据，井冈山市常住人口为15.60万人，较2010年的第六次人口普查增加2.41%，人口规模小但有所增长。交通方面，泰井高速、井睦高速途径井冈山市，衡茶吉铁路较好地沟通了井冈山市和湖南省，但目前井冈山市暂无高铁，长赣高铁仍处于规划阶段，铁路交通有待提升。

经济发展水平：井冈山市经济规模较小，经济增速与红色旅游、培训景气高度关联。井冈山市经济规模较小，在吉安市13个县（市、区）中排名最末，当地以旅游及红色培训经济为主，近年第三产业占比均保持在70%以上。2019年井冈山旅游及红色培训经济初显疲态，旅游门票收入同比下降19.40%，红色培训开班数及学员数分别同比下降16.28%和16.66%；2020年叠加疫情因素，旅游门票收入降幅超过70.00%，红色培训开班数及学员数降幅接近65.00%。综合影响下，井冈山市GDP增速自2018年的9.4%连续下降至2020年的3.9%。2021年恰逢中国共产党成立100周年，井冈山市顺利举办了江西省庆祝中国共产党成立100周年大会和2021年中国红色旅游博览会，在此影响下，井冈山市红色旅游、培训恢复情况较好，刺激了消费增速恢复，一定程度上助力了当地经济增长。按第七次全国人口普查的常住人口计算，2021年井冈山市人均GDP为56,713.85元，是同期全国人均GDP的70.04%，地区人均经济发展水平尚可。

表2 2021年吉安市部分县（市、区）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
吉州区	278.76	10.1%	5.94	11.36	1.42



吉安县	243.38	9.3%	5.18	17.63	4.78
吉水县	210.38	9.2%	4.48	11.62	-
新干县	204.05	9.7%	7.13	12.35	-
安福县	192.31	10.0%	5.84	12.52	8.07
青原区	147.72	9.1%	3.67	6.79	-
峡江县	92.68	9.4%	6.18	9.24	8.01
井冈山市	88.46	10.0%	5.67	6.90	2.09

注：2021年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算；“-”为当前未披露相关数据。

资料来源：吉安市2021年1-12月各县（市、区）主要经济指标，中证鹏元整理

表3 井冈山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	88.46	10.0%	75.47	3.9%	67.86	8.1%
固定资产投资	-	12.3%	-	9.8%	-	10.1%
社会消费品零售总额	50.90	18.7%	42.90	3.5%	41.39	12.60%
人均 GDP（元）	56,713.85		48,415.00		43,194.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	70.04%		66.83%		60.93%	

注：2021年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算；“-”为当前未披露相关数据。

资料来源：吉安市2021年1-12月各县（市、区）主要经济指标、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

产业情况：井冈山市人文自然资源丰富，红色培训影响力全国领先，工业基础较薄弱。井冈山市不仅拥有国家5A级风景旅游区，同时作为我国革命摇篮所在地，当地历史文化底蕴丰厚，党中央、国务院在此批准设立了国家级干部培训院校中国井冈山干部学院，由中央组织部直接管理。以此为基础，井冈山大力发展红色旅游、红色培训，“井冈山推动红色教育培训高质量发展的生动实践”入选了国家发改委和文旅部的全国红色旅游发展典型案例，红色旅游、培训影响力全国领先。但井冈山市工业基础较薄弱，近年实现工业增加值不到9.00亿元。

财政及债务水平：井冈山市财政实力较弱且自给率较低，有一定债务压力。近年井冈山市一般公共预算收入基本保持稳定，增速较慢，且持续下滑，税收收入占比同样呈持续下滑趋势，收入质量有所下降。近三年财政自给程度较低，且呈波动下降态势。全市政府性基金收入规模小且持续下滑，土地市场景气度较差。区域债务方面，井冈山市地方政府债务余额持续扩张，2019-2021年年均增长46.35%，扩张速度较快，2021年井冈山市债务率¹达304.23%，有一定债务压力。

表4 井冈山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	6.90	6.89	6.80
税收收入占比	53.8%	57.31%	64.43%

¹ 债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入）。



财政自给率	26.86%	28.92%	27.83%
政府性基金收入	2.09	2.73	3.80
地方政府债务余额	27.35	20.25	12.77

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：井冈山市人民政府、中证鹏元城投中心，中证鹏元整理

投融资平台：井冈山市主要的城投平台仅公司1家，实际控制人为井冈山市财政局，主要负责井冈山市基础设施建设及国有资产处置等业务，发债活跃度较低。

五、经营与竞争

公司继续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代建工程服务业务。2021年公司实现工程施工收入7.67亿元，同比略有上升。此外，公司经营自有房屋及商铺租赁及处置政府授权范围内的国有资产等业务对营业收入亦有一定补充。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进行回购，2021年毛利率较为稳定，但公司租赁业务折旧成本因新增投资性房地产大幅增长，导致2021年房屋租赁业务亏损幅度加大，整体销售毛利率同比小幅下降，仍处于较低水平。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程服务	7.67	3.74%	7.65	3.74%
房屋租赁收入	0.12	-117.35%	0.07	-50.93%
其他业务	0.02	84.72%	0.01	100.00%
合计	7.81	2.05%	7.73	3.39%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建工程服务业务可持续性较好，但在建项目尚需投入资金较大，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（以下简称“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，以下简称“井冈山市政府”）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。

2021年公司实现工程施工收入7.67亿元，主要来源于党校建设项目、井冈山全域旅游建设项目等，

业务收入较上年略有增长，毛利率稳定。截至2021年末，公司主要在建项目预计总投资68.72亿元，尚需投资33.62亿元，面临较大的资金压力，其中基础设施代建项目预计总投资60.01亿元，已投资29.90亿元，业务可持续性较好。公司自营的井冈山市工业园区标准化厂房建设项目系本期债券募投项目，计划总投资8.71亿元，尚需投资3.51亿元，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。

表6 截至 2021 年末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	8.04	代建
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	8.71	5.20	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	3.29	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	3.50	代建
党校建设项目	3.70	2.26	代建
S314 拿碧省道改造项目	3.36	1.10	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	0.83	代建
拿山河综合治理工程	1.44	1.42	代建
井冈山市易地搬迁及深山移民项目	0.30	0.23	代建
长征军需小镇项目（望红台文化公园）	0.08	0.06	代建
合计	68.72	35.10	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房屋租赁业务收入规模相对较小，受折旧成本上升影响亏损幅度加大

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、城东农贸市场等。2021年公司房屋租赁业务实现收入0.12亿元，同比有所增长，但因2020年购入城东农贸市场及2021年井冈山市政府划入罗浮农贸市场，业务折旧成本大幅增加，业务亏损幅度加大。

公司持续获得较大力度的外部支持

为保障项目建设顺利进行、增强公司资本实力，井冈山市政府在资产注入和财政补贴方面给予公司较大支持。2021年公司获得井冈山市政府拨入的股权及投资性房地产合计1.82亿元，计入资本公积，提升了公司资本实力。此外，2021年公司获得财政经营鼓励补贴款等政府补助合计0.72亿元，对公司利润贡献较大。

表7 2021 年公司主要资本公积变动明细（单位：亿元）

项目	文件	账面价值
----	----	------



井冈山市新城投资发展有限公司 30%股权	井府办抄字[2021]15 号、井府办抄字[2021]16 号	1.16
罗浮农贸市场房产	井府办抄字[2021]169 号	0.66
合计	--	1.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 2020-2021 年审计报告，报告采用新会计准则编制，2021 年公司合并报表范围新增 1 家子公司，当期无减少的子公司，详见表 1。

资产结构与质量

2021 年末公司资产规模持续增长，仍以应收款项、土地储备和工程代建成本为主，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

2021 年公司获得股权等资产注入并持续进行债务融资，期末总资产规模有所增长，仍以流动资产为主。2021 年末公司货币资金略有增长，无受限情形。公司应收账款主要为应收井冈山市财政局代建工程款，因回款滞后，2021 年末账面价值同比持续增长，其中一年以上的应收账款余额占比达到 74.91%。公司其他应收款主要为应收井冈山市财政局拆借款，2021 年末账面价值有所增长。截至 2021 年末，公司应收款项（含应收账款和其他应收款）占期末总资产比重为 37.14%，其回收时间受政府财政资金安排影响存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。2021 年公司购入一宗账面价值为 0.37 亿元的公共设施用地，2021 年末公司存货规模略有增长，其中土地使用权账面价值合计 51.32 亿元，土地面积 223.46 万平方米，证载用途主要为商服用地，存货期末无使用受限情况。

公司投资性房地产系房屋及建筑物，主要位于龙市镇和茨坪镇，且采用成本计量模式核算。2021 年末公司投资性房地产账面价值同比有所增长，系公司标准化厂房一期完工转入、井冈山市政府划入罗浮农贸市场以及公司外购宾馆及商铺等资产所致，其中标准化厂房一期产权证正在办理中，账面价值为 3.03 亿元的投资性房地产因抵押而受限。2021 年末公司在建工程有所增长，主要系本期债券募投项目的建设资金不断投入所致，期末在建工程全部受限。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.98	5.72%	6.47	5.85%
应收账款	31.49	25.82%	26.27	23.74%
其他应收款	13.80	11.32%	11.39	10.29%



存货	53.24	43.66%	52.11	47.09%
流动资产合计	105.72	86.68%	97.15	87.80%
投资性房地产	10.89	8.93%	9.10	8.23%
在建工程	4.37	3.58%	3.79	3.43%
非流动资产合计	16.24	13.32%	13.51	12.20%
资产总计	121.96	100.00%	110.66	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司业务收入平稳增长，主业回款仍滞后，政府补助对公司利润贡献仍较大

2021年公司营业收入仍主要来自代建工程服务收入，期末公司在建基础设施项目投资规模较大，业务可持续性较好。毛利率方面，2021年主要因公司房屋租赁毛利率下降导致销售毛利率下降1.35个百分点。业务回款上，2021年公司收现比水平仍较低，经营活动现金流持续净流出，业务回款仍滞后。2021年公司获得财政经营鼓励补贴款等政府补助合计0.72亿元，对公司利润贡献仍较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

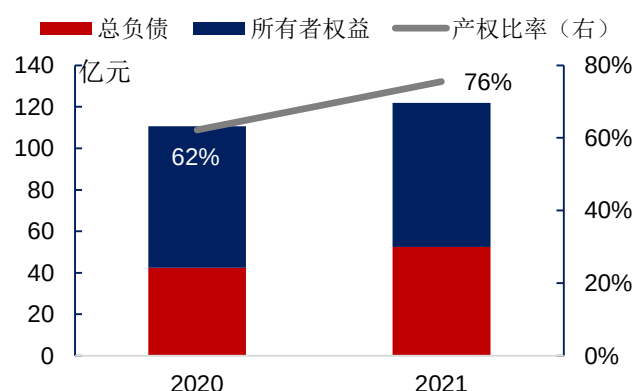
指标名称	2021 年	2020 年
收现比	36.21%	17.13%
营业收入	7.81	7.73
其他收益	0.72	0.81
营业利润	0.61	0.67
利润总额	0.60	0.66
销售毛利率	2.05%	3.39%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

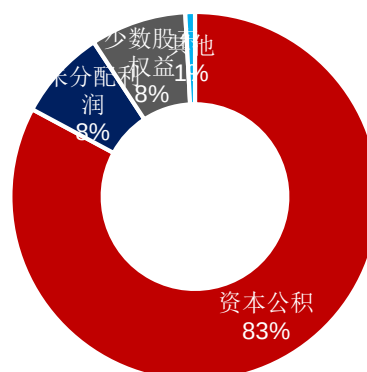
资本结构与偿债能力

公司总债务规模继续增长，面临一定的债务偿付压力

2021年公司获得政府注入股权等资产并划拨财政补贴，期末所有者权益略有增长，同时伴随公司持续的债务融资，同期末总负债规模有所增长。综合来看，2021年末公司产权比率有所提升，所有者权益对负债的保障能力有所下降。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

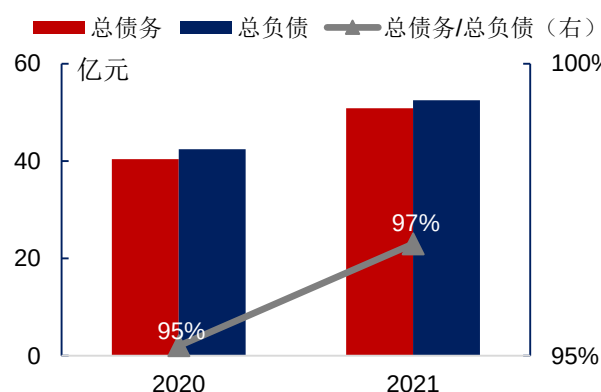
公司总负债主要为长期借款和应付债券，其中2021年末一年内到期的账面余额合计2.54亿元。2021年末公司长期借款余额同比有所增长，包含质押借款24.80亿元、抵押借款10.40亿元、保证借款4.95亿元和信用借款3.51亿元，其中质押物主要为井冈山风景区大门票收费权等，抵押物主要为投资性房地产。公司应付债券为本期债券，发行规模7.00亿元，票面利率为7.00%，2021年开始每年偿还发行本金的20%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

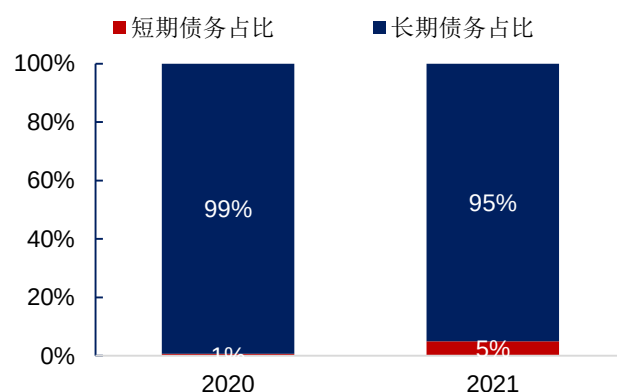
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	2.54	4.84%	0.00	0.00%
流动负债合计	3.03	5.78%	1.58	3.72%
长期借款	42.88	81.69%	33.30	78.50%
应付债券	5.45	10.38%	6.79	16.01%
非流动负债合计	49.46	94.22%	40.84	96.28%
负债合计	52.49	100.00%	42.42	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司持续对外进行债务融资，总债务占总负债的比重进一步提升，以长期债务为主。

图 3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 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 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标看，由于债务规模的增长，2021年末公司资产负债率持续上升，但仍处于较低水平，整体负债水平一般。2021年末公司现金短期债务比明显下降，整体现金仍能完全覆盖短期债务。2021年公司EBITDA利息保障倍数同比有所下降，处于较低水平。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	43.04%	38.34%
现金短期债务比	2.75	23.12
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.69

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日²，公司本部及子公司井冈山文旅均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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

井冈山市为我国革命摇篮所在地，党中央、国务院在此设立了国家级干部培训院校，红色旅游、培训影响力全国领先，2021年井冈山市消费增速恢复情况较好，有效助力当地经济增长，为公司开展业务

² 公司本部信用报告查询日为 2022 年 6 月 8 日，子公司井冈山文旅信用报告查询日为 2022 年 6 月 10 日。

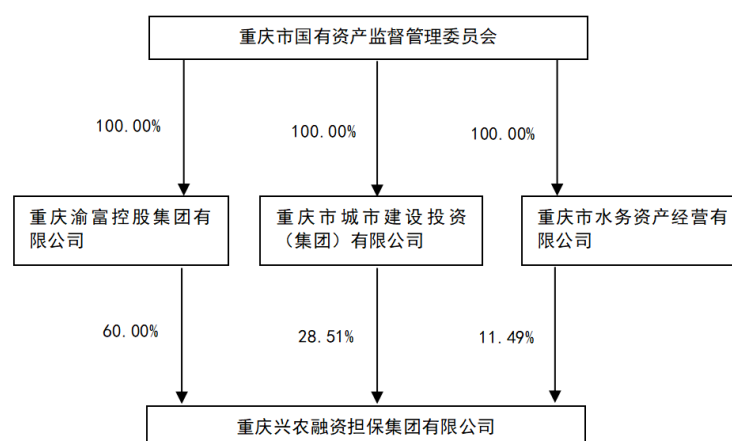
提供了较好的外部环境。作为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司承担着井冈山市基础设施建设、国有资产经营处置等职能，虽然公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定的债务压力，但公司代建工程服务业务可持续性较好，作为井冈山目前唯一的发债平台，公司在业务，资产注入和财政补贴上持续获得井冈山市政府的大力支持，抗风险能力尚可。

九、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。历经数次增资及股权变更，截至2021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（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权结构如下图所示。

图 5 截至 2021 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。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

表12 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	9.21	70.12%	8.89	76.14%	7.96	76.16%
利息收入	2.55	19.38%	2.33	19.93%	1.76	16.78%
其他收入	1.38	10.49%	0.46	3.92%	0.74	7.06%
合计	13.13	100.00%	11.68	100.00%	10.46	100.00%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同

比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

表13 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
其中：直接融资担保余额	771.33	809.00	690.12
间接融资担保余额	84.98	92.07	87.88
非融资性担保余额	36.19	16.40	9.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09
累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%

注：以上担保业务数据均不含交通担保；
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。



担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

表14 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	13.13	11.68	10.45
其中：已赚担保费	9.87	7.52	-
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
营业支出	10.66	7.08	7.51
其中：提取担保赔偿准备金	4.12	3.72	4.68
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02



利润总额	2.49	3.66	3.06
净利润	2.07	3.11	2.57
净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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。

十、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。



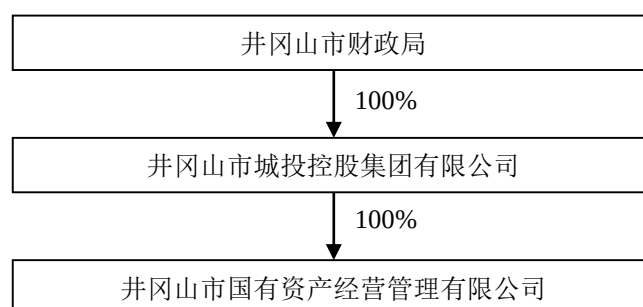
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	6.98	6.47	6.84
应收账款	31.49	26.27	19.62
其他应收款	13.80	11.39	14.75
存货	53.24	52.11	51.18
流动资产合计	105.72	97.15	92.62
投资性房地产	10.89	9.10	7.82
在建工程	4.37	3.79	2.57
非流动资产合计	16.24	13.51	10.68
资产总计	121.96	110.66	103.30
短期借款	0.00	0.28	0.20
一年内到期的非流动负债	2.54	0.00	0.00
流动负债合计	3.03	1.58	1.42
长期借款	42.88	33.30	26.91
应付债券	5.45	6.79	6.74
非流动负债合计	49.46	40.84	34.28
负债合计	52.49	42.42	35.70
总债务	50.87	40.37	33.85
营业收入	7.81	7.73	6.48
所有者权益	69.47	68.23	67.60
营业利润	0.61	0.67	0.76
其他收益	0.72	0.81	0.88
利润总额	0.60	0.66	0.76
经营活动产生的现金流量净额	-5.05	-2.41	-3.99
投资活动产生的现金流量净额	-2.22	-2.56	-1.32
筹资活动产生的现金流量净额	7.77	4.60	6.90
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	2.05%	3.39%	4.34%
收现比	36.21%	17.13%	9.79%
资产负债率	43.04%	38.34%	34.56%
现金短期债务比	2.75	23.12	34.19
EBITDA（亿元）	0.91	0.97	1.07
EBITDA 利息保障倍数	0.48	0.69	0.70

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

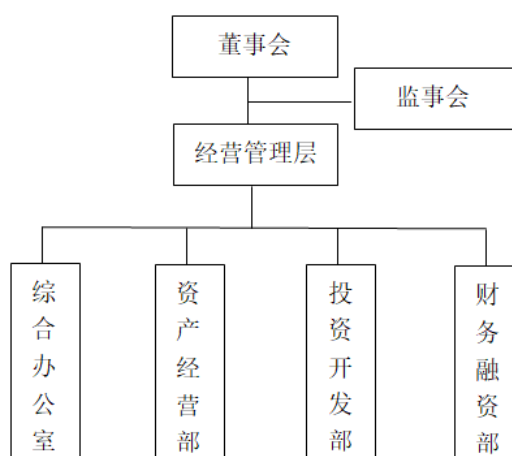


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



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 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
井冈山市新城投资发展有限公司	2.46	100.00%	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
井冈山市工业园投资开发有限公司	1.00	51.00%	房屋建筑业
江西恒银供应链管理有限公司	0.50	70.00%	软件和信息技术服务业
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 2021 年审计报告及公开查询，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	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
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。