



# 2019年井冈山市国有资产经营管理有限公 司公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券2024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

- 本次评级结果是考虑到：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”）作为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，其基础设施建设业务具有一定专营性且短期内可持续性较好，跟踪期内持续获得政府较大力度的支持，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，公司资产大量沉淀于应收款项和土地资产，流动性和收益性较弱，近年公司产业园自营项目维持较高的投资强度，项目投融资压力较大，自营项目资金平衡情况有待关注，自营项目投资和偿债支出导致较大规模的现金流缺口，公司短期债务压力加大等风险因素。

## 评级日期

2024年7月29日

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来较长时间仍为井冈山市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，代建业务可持续性较好，将持续获得较大力度的外部支持。

## 联系方式

项目负责人：刘诗绮  
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞  
hanf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	145.57	140.39	121.96
所有者权益	72.92	71.14	69.47
总债务	64.80	65.71	50.87
资产负债率	49.91%	49.33%	43.04%
现金短期债务比	0.28	2.13	2.75
营业收入	5.70	6.39	7.81
其他收益	0.89	0.98	0.72
利润总额	0.60	0.74	0.60
销售毛利率	1.56%	0.62%	2.05%
EBITDA	0.99	1.08	0.91
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.34	0.48
经营活动现金流净额	8.21	-5.53	-5.05

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **作为服务于井冈山市发展的重要基础设施建设主体，公司基础设施建设业务具有一定专营性且短期内可持续性较好。**公司业务区域集中于井冈山市，基础设施建设方面仍具有一定专营性，在建代建项目规模较大，短期内代建项目收入具有一定可持续性。
- **跟踪期内公司持续获得较大力度的政府支持。**资产注入方面，2023 年政府部门将多家公司股权、房产等注入公司，合计净增加公司资本公积 0.80 亿元，使得公司资本实力有所增强，并拓展了公司的业务板块。财政补贴方面，2023 年公司取得井冈山市政府补助 0.89 亿元，占同期利润总额的比重为 148.30%。
- **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

- **资产大量沉淀于应收款项和土地资产，流动性和收益性较弱。**公司资产中因代建产生的对井冈山市财政局应收账款及区域内国有企业的往来款规模较大，且土地资产规模较大，2023 年末前述资产占公司总资产比重较大，流动性较弱。2023 年末投资性房地产价值 13.62 亿元，因减免租金安排，近年每年为公司贡献租金和物业费 1,500.00 万元左右，收益性较弱。
- **项目投资融资压力较大，自营项目资金平衡情况有待关注。**近年公司产业园自营项目维持较高的投资强度，2023 年公司投资活动现金流缺口进一步扩大，净流出 9.67 亿元。截至 2023 年末，公司主要在建自营项目尚需投资规模较大，且募投项目井冈山市工业园区标准化厂房建设项目建设进度和收益未达预期，自营项目收益及资金回笼时间存在较大不确定性。
- **自营项目投资和偿债支出导致较大规模的现金流缺口，公司短期债务压力加大。**公司自营项目投资强度及到期债务规模较大，投资及筹资活动现金流缺口扩大导致 2023 年现金及现金等价物净减少 5.10 亿元，2023 年末现金短期债务比大幅下滑至 0.28；考虑到公司融资渠道较为单一，在建自营项目较多，同时存量债务本息接续压力仍存，需持续关注公司的债务压力。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>bbb+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>4</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 中证鹏元认为井冈山市人民政府具有一定提供支持的能力，公司是井冈山市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，井冈山市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在：一是公司与井冈山市人民政府的联系非常紧密。井冈山市财政局间接持有公司 100% 股权，公司根据井冈山市政府安排承担当地基础设施项目建设、国有资产运营及投融资等工作，从历史上获得支持的情况来看，井冈山市政府部门主要从资产注入、股权划转和财政补贴等方面对公司进行支持；二是公司对井冈山市人民政府非常重要。公司是井冈山市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，基础设施建设业务在井冈山市具有一定专营性，且是井冈山市唯一公开发债主体，地位较突出，对政府贡献很大。作为公开市场发债主体，若发生信用风险，将对当地融资环境产生较大影响。

### 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	2.80	2023-6-16	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次跟踪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（以下简称“本期债券”），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，但公司存在将债券募集资金由监管专户转借至井冈山市工业园区管委会等非项目实施单位用于非募投项目建设的情况，井冈山市工业园区管委会已于2022年3月7日将合计为0.61亿元募集资金归还至本次债券募集资金监管专户，违规使用募集资金已全额整改完毕。截至2024年6月21日，本期债券募集资金专项账户余额为444.80万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化，截至2023年末，公司注册资本及实收资本均为5,000.00万元，其中，井冈山市城投控股集团有限公司（以下简称“井冈山城控”）持有公司100%股权，仍为公司控股股东，实际控制人仍为井冈山市财政局，股权结构图如附录二所示。2024年5月，公司注册资本增加至6,800.00万元。

公司业务区域仍集中于井冈山市，是井冈山市重要的基础设施建设和和国有资产运营业务，主要业务包括代建项目建设、劳务服务、租赁和物业服务等。2023年公司合并范围新增9家子公司，截至2023年末，公司合并范围内一级子公司共22家，具体见附录四。

**表1 2023年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
井冈山市国营砂石有限公司	100%	3,000.00	砂石销售业	划转
井冈山市道远建筑材料有限公司	100%	500.00	非金属矿物制品业	设立
井冈山市泰安保安服务有限公司	100%	200.00	商务服务业	划转
井冈山市泰安物业服务有限公司	100%	100.00	房地产业	设立
深圳市晟澜实业有限公司	100%	5,214.08	房地产业	划转
井冈山市红欣房地产开发有限公司	100%	10,000.00	房地产业	设立
井冈山市红欣水资源开发有限公司	100%	25,000.00	渔业	设立
井冈山市园区人力资源有限公司	100%	201.00	商务服务业	设立
井冈山井弘物业管理有限公司	100%	1,000.00	房地产业	设立

资料来源：公司2023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

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

井冈山市地处赣湘两省交界的罗霄山脉中段，铁路交通有待提升，全市人文自然资源丰厚，红色旅游、培训影响力全国领先，但井冈山市经济规模在吉安市各区县中排名末位，地方经济财政实力偏弱，财政自给率较低，地方政府债务规模增速较快

**区位特征：**井冈山市是著名的革命圣地，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。上世纪二十年代末，毛泽东、朱德等老一辈无产阶级革命家在井冈山创建了中国第一个农村革命根据地，开辟了“农村包围城市，武装夺取政权”具有中国特色的革命道路，因此井冈山被誉为“中国革命的摇篮”和“中华人民共和国的奠基石”。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。截至2023年末，全市常住人口15.10万人，较第七次全国人

口普查人口15.60万人有所下滑。

**经济发展水平：**井冈山市经济规模在吉安市各区县（包括县级市）中排名最后，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，2023年全市实现地区生产总值104.76亿元，同比增长4.5%。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。近年井冈山市人均GDP持续提升，2023年为6.85万元，是同期全国人均GDP的76.70%，经济发展水平一般。

得益于制造业投资和民间投资拉动，2023年井冈山市固定资产投资增速有所下滑但仍处于较高水平，固定资产投资同比增长9.3%，其中，制造业投资增长4.8%，民间投资增长2.5%。全房地产行业延续下跌态势，2023年房地产开发投资同比下降71.14%，新建商品房销售面积5.27万平方米，下降14.6%。在井冈山市红色旅游、培训带动下，2023年社会消费品零售总额增速有所修复。

**表2 2023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	300.50	2.4%	7.46	11.65	0.47
泰和县	260.30	3.8%	5.70	18.01	6.49
吉安县	250.98	4.6%	6.13	18.36	8.18
吉水县	229.51	4.4%	5.67	13.57	8.53
新干县	218.62	3.9%	7.64	14.04	5.88
安福县	209.44	4.6%	6.36	14.93	5.24
青原区	158.00	1.5%	6.30	8.25	1.13
万安县	125.89	4.7%	5.02	9.78	4.97
<b>井冈山市</b>	<b>104.76</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.85</b>	<b>9.82</b>	<b>3.09</b>

注：吉水县2023年人均GDP为2023年统计公报披露数据，其余区县2023年人均GDP系根据2022年年末常住人口计算；“-”为当前未披露相关数据。

资料来源：各区县2023年国民经济和社会发展统计公报，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	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	104.76	4.50%	100.17	5.3%	88.46	10.0%
固定资产投资	-	9.30%	-	10.3%	-	12.3%
社会消费品零售总额	23.82	7.70%	22.13	6.1%	50.90	18.7%
人均 GDP（万元）		6.85		6.45		5.67
人均 GDP/全国人均 GDP		76.70%		75.27%		70.04%

资料来源：井冈山市2021-2023年国民经济和社会发展统计公报，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。井冈山市工业主要发展电子信息、智能制造、绿色食品三大主导产业，2023年全市实现工业增加值16.18亿元，整体工业基础薄弱。

**财政及债务水平：**井冈山市财政实力较弱且自给率较低，地方政府债务余额持续扩张且增速较快。2023年井冈山市一般公共预算收入实现9.82亿元，同比增长12.23%，税收收入占比稳定在50%以上，财政自给程度仍较低，且政府性基金收入对综合财力的贡献度不佳。区域债务方面，井冈山市地方政府债务余额持续扩张且增速较快，2023年末地方政府债务余额持续高速扩张。

**表4 井冈山市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	9.82	8.75	6.90
税收收入占比	57.42%	54.86%	53.8%
财政自给率	31.90%	30.72%	26.86%
政府性基金收入	3.09	2.45	2.09
地方政府债务余额	48.47	39.26	27.28

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，中证鹏元整理

**投融资平台：**井冈山市主要的发债城投平台仅1家，为井冈山国资。

## 五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是井冈山市重要的基础设施建设主体及国有资产运营主体，基础设施建设方面仍具有一定专营性，在建代建项目规模较大，短期内代建项目收入具有一定可持续性；作为市场化业务的主要转型方向，公司自营产业园项目投资强度较高，租赁业务收入仍具有一定增长空间，但收益及资金回笼时间存在不确定性，面临较大的资金压力；其他市场化运营的细分业务较多，但多处于亏损状态

公司目前业务结构较为单一，基础设施代建收入是公司最主要收入来源，2023年占营业收入的80%以上。近年公司持续拓展市场化业务板块，主要包括劳务收入、租赁收入等，另有物业服务、销售砂石业务、酒店经营业务等其他收入为营业收入提供一定补充，但总体收入规模较小，且盈利不佳。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施代建	4.57	80.15%	5.41%	5.81	91.06%	3.74%
劳务收入	0.82	14.32%	-1.28%	0.44	6.90%	1.53%
租赁收入	0.16	2.73%	-118.27%	0.11	1.71%	-180.53%

其他	0.16	2.81%	22.31%	0.02	0.33%	59.56%
<b>合计</b>	<b>5.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.56%</b>	<b>6.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.62%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### （一）基础设施代建业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务在井冈山市仍具有一定专营性，在建代建项目规模较大，短期内可为公司带来一定的收入；公司自营产业园类项目较多，尚需投资规模较大，收益及资金回笼时间存在不确定性，公司面临较大的资金压力

基础设施建设业务是公司的核心业务，主要由公司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”）负责运营，公司在当地项目资源的获取上仍具有较强的竞争优势，代建业务具有一定区域专营优势。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。

跟踪期内，随着结算规模下滑，2023年公司项目建设收入有所下降，构成以党校建设项目、全域旅游项目、泰井高速公路亮化工程（红鱼之路智慧提升工程）为主，业务毛利率较稳定。

业务开展方面，公司作为井冈山市重要的基础设施建设主体，承接项目较多，项目代建业务可持续性较好。截至2023年末，公司主要在建的代建项目预计总投资44.37亿元，已投资规模较大。随着项目逐步结算，短期内可为公司带来一定的收入。但需要关注的是，公司基础设施建设项目回款表现不佳，2023年收现比为0.68。

**表6 截至 2023 年末公司主要代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
井冈山全域旅游建设项目	20.00	11.45	8.55
党校建设项目	10.00	4.36	5.64
污水管网建设项目	7.65	3.72	3.93
水资源保护项目	6.72	3.91	2.81
<b>合计</b>	<b>44.37</b>	<b>23.44</b>	<b>20.93</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营项目投资规模较大，类型以产业园租售为主，主要在建自营项目计划总投资8.89亿元。井冈山市工业园区标准化厂房建设项目为本期债券募投项目，该项目已分拆为公司在建或已完工产业园项目中的多个子项目，预计总投资8.71亿元，项目原计划建设期为2017.12-2020.12，收入来源主要为标准化厂房、技术服务楼、停车场的出租收入以及厂房的物业管理收入等，2023年新增投资较少，截至2023年末，该项目已投资6.30亿元，已完工部分已转入投资性房地产，受减免租金等政策影响，目前出租收

入规模较小。其余自营产业园均为标准化厂房，同时公司承担了配套的园区内市政道路、配套建设停车场、供水、雨污分流管网等建设任务，预计收入为物业租售收入。中证鹏元关注到，公司在建自营项目较多，未来能够进一步丰富收入规模，但尚需投资规模较大，且多数自营项目建设进度未达预期或投资回报周期较长，收益及资金回笼时间存在较大不确定性，公司或面临一定的资金压力。

**表7 截至 2023 年末公司在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	收益方式
碧溪产业园二期工程	1.48	1.54	-	物业租售
碧溪产业园三期工程	2.34	2.10	0.24	物业租售
碧溪产业园四期工程	2.34	1.87	0.47	物业租售
红星城区 10 万平方米标准化厂房	1.60	1.27	0.33	物业租售
井冈山市竹产业园标准化厂房	1.13	0.34	0.79	物业租售
<b>合计</b>	<b>8.89</b>	<b>7.12</b>	<b>1.83</b>	<b>-</b>

注：碧溪产业园工程共分为六期进行建设，合并列示为在建工程中“碧溪产业园工程项目”，其中，碧溪产业园一期工程已于 2023 年末转入投资性房地产，转入金额 1.83 亿元，表格中仅列式二、三、四期工程。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）其他业务

**公司其他业务包括劳务服务、房屋租赁等，业务收入规模相对较小，且多处于亏损状态**

公司劳务服务业务仍由公司子公司井冈山人力资源服务有限公司（以下简称“井冈山人力公司”）负责，从 2022 年 4 月 1 日起，井冈山市各行政事业单位（包括医院、学校、辅警、环卫保洁等）、各乡镇场及市属国有企业已聘用的编外工作人员通过劳务派遣、人事外包或人事代理等形式转入井冈山人力公司，由井冈山人力公司统一负责井冈山市编外工作人员的“入、转调、离”及工资社保代发代缴、工伤处理等工作。公司按照 30 元/人/月收取劳务派遣费，按照不超过 1,200 元/人/次收取招聘服务费，2023 年公司实现劳务服务业务收入 0.82 亿元，受当期工伤处理等费用增加影响毛利率较低，下降至 -1.28%。

公司租赁收入来自房屋及商铺、完工产业园对外出租获得的租金收入，其中，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。随着产业园陆续投入使用，可租赁资产增加，2023 年公司房屋租赁业务实现收入 0.16 亿元，但因业务折旧成本较大，业务仍处于亏损状态。

## （三）外部支持

**作为井冈山市重要的基础设施建设主体，较大力度的政府支持提升了公司的资本实力，并拓展了公司的业务板块**

跟踪期内，公司获得的外部支持力度较大。资产注入方面，2023 年井冈山市政府部门将深圳市晟澜实业有限公司、井冈山市泰安保安服务有限公司 2 家公司 100% 股权划拨至公司，并完成同一控制下对井冈山市国营砂石有限公司 100% 股权合并，另将对吉安市吉庐陵融资担保有限公司 3.2051% 股权、房

产、办公楼资产等注入公司，合计净增加公司资本公积 0.80 亿元，使得公司资本实力有所增强，并拓展了公司的业务板块，但相关业务目前规模均较小。财政补贴方面，2023 年公司取得井冈山市政府补助 0.89 亿元，占同期利润总额的比重为 148.30%。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

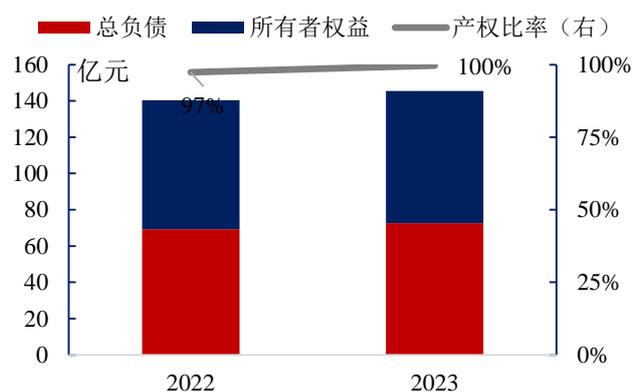
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023 年公司合并报表范围新增 9 家子公司，截至 2023 年末，公司合并范围内一级子公司共 22 家，具体见附录四。

### 资本实力与资产质量

跟踪期内，随着项目建设持续推进，公司资产规模持续增长；存量资产以土地资产、应收款项和自营项目建设成本为主，资产流动性、收益性不佳

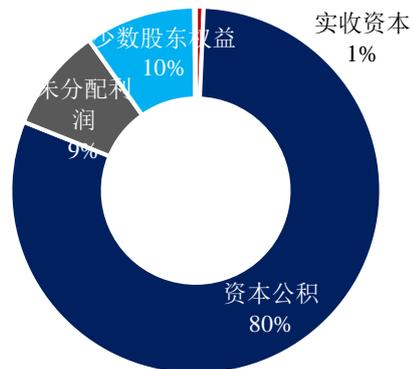
得益于资产划拨和盈余积累，2023 年末公司所有者权益同比小幅增至 72.92 亿元；但在期末总负债规模增幅较大的影响下，2023 年末公司产权比率持续抬升至 99.64%。从权益结构来看，所有者权益主要为井冈山市政府部门划拨注入资产、股权等形成的资本公积。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施代建业务收入占比达 80% 以上，得益于公司代建项目结算较快，存货中沉淀的项目建设成本较少，但因代建产生的对井冈山市财政局及区域内国有企业的应收类款项持续累积，且土地资产规模较大，公司资产结构以前述资产形成的流动资产为主。

公司存货主要由土地资产、开发产品和合同履约成本组成；截至 2023 年末，公司存货-土地资产 50.95 亿元，以政府划拨土地为主，2023 年末变动不大，公司持有土地面积 217.25 万平方米，证载用途主

要为商服用地，主要位于井冈山市新城区和茨坪镇，期末无抵押受限情况；存货中开发产品和合同履约成本均为代建工程投入成本，随着2023年结算规模下滑，开发成本和合同履约成本账面价值有所增加。应收款项以应收井冈山市财政局工程结算款及与区域内国企、事业单位等往来款为主，2023年末变动不大，应收款项占公司总资产的比重达37.57%，对公司资金形成较大占用。公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，受自营项目持续推进消耗较多货币资金，叠加净偿还债务较多影响，2023年末货币资金账面余额大幅下滑。

公司在建项目以自营产业园项目为主，近年维持较高的投资强度，2023年末账面价值增幅较大。公司投资性房地产系房屋及建筑物，随着在建工程陆续完工转入投资性房地产，2023年末账面价值有所上升；公司自持物业主要位于龙市镇和茨坪镇，且采用成本计量模式核算，近年每年为公司贡献租金和物业费1,500.00万元左右，收益性较弱。随着井冈山市泰安保安服务有限公司纳入合并范围，2023年末公司新增其他非流动资产5.36亿元，以物业资产为主。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.47	1.01%	6.53	4.65%
应收账款	37.23	25.57%	35.24	25.10%
其他应收款	17.46	12.00%	21.80	15.52%
存货	53.18	36.53%	52.03	37.06%
<b>流动资产合计</b>	<b>110.03</b>	<b>75.59%</b>	<b>115.87</b>	<b>82.53%</b>
在建工程	14.49	9.95%	10.69	7.61%
投资性房地产	13.62	9.36%	13.09	9.32%
其他非流动资产	5.36	3.68%	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>35.54</b>	<b>24.41%</b>	<b>24.53</b>	<b>17.47%</b>
<b>资产总计</b>	<b>145.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>140.39</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司受限资产价值合计13.03亿元，以投资性房地产和在建工程为主，合计占全部资产的8.95%。

**表9 2023 年末公司受限及未办妥权证资产构成情况（单位：万元）**

项目	受限账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因
无形资产	593.47	49.16%	0.04%	借款抵押
投资性房地产	77,533.25	56.92%	5.33%	借款抵押
在建工程	52,189.33	36.02%	3.59%	借款抵押
<b>总计</b>	<b>130,316.05</b>	<b>-</b>	<b>8.95%</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司在建代建项目规模较大，短期内可为公司带来一定的收入来源；但主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑

公司收入和利润仍主要来自代建工程服务收入，受结算规模下滑影响，2023年公司基础设施代建业务收入有所下降，带动公司营业收入持续下滑。公司作为井冈山市重要的基础设施建设主体，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势，在建代建项目规模较大，预计短期内项目代建业务可持续性较好。产业园运营是公司规划的主要市场化运营板块，但受减免租金政策影响，目前物业和租赁收入规模较小且难以覆盖折旧、日常维护等成本，处于长期亏损状态。截至2023年末，公司在建自营项目较多，未来能够进一步丰富收入来源，但收益及资金回笼时间存在较大不确定性。另有劳务服务、培训收入、酒店运营收入和档案管理收入等为公司营业收入提供一定补充，但规模较小，且盈利能力不佳。

从利润构成来看，公司主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑，2023年公司取得井冈山市政府补助0.89亿元，占同期利润总额的比重为148.30%。

**表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年	2022年
营业收入	5.70	6.39
营业利润	0.61	0.75
其他收益	0.89	0.98
利润总额	0.60	0.74
销售毛利率	1.56%	0.62%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

跟踪期内公司自营项目投资强度及到期债务规模较大，投资及筹资活动现金流缺口扩大导致现金及现金等价物净减少，现金短期债务比大幅下滑；考虑到公司融资渠道较为单一，在建自营项目较多，同时存量债务本息接续压力仍存，需持续关注公司的资金压力和债务压力

因在建项目资金需求较大，且存量债务到期规模较大，2023年末公司主要通过增加往来应付款的方式拆借资金，2023年末负债规模同比增长，总债务规模略有下滑，占总负债的比例下滑至89.19%。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	6.77	9.32%	2.36	3.41%
一年内到期的非流动负债	5.17	7.11%	3.06	4.42%
<b>流动负债合计</b>	<b>12.50</b>	<b>17.20%</b>	<b>5.57</b>	<b>8.04%</b>
长期借款	56.79	78.16%	58.54	84.54%
应付债券	2.75	3.78%	4.11	5.93%

非流动负债合计	60.16	82.80%	63.68	91.96%
负债合计	72.65	100.00%	69.25	100.00%
总债务	64.80	89.19%	65.71	94.89%
其中：短期债务	5.26	7.25%	3.06	4.42%
长期债务	59.53	81.94%	62.65	90.47%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从融资渠道来看，银行借款是公司最主要的融资渠道，2023年末占公司总债务的80.00%以上。债券融资为“19井冈国资债”，将于2026年4月到期，已设置提前偿还条款，2025年4月和2026年4月分别需要偿还本金1.40亿元，届时需关注公司资金安排。公司有5笔增资款，2023年末账面余额6.08亿元，分别系子公司井冈山新城从国开发展基金有限公司、国开基础设施基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司取得的三笔增资款，井冈山城投从中国农发重点建设基金有限公司取得的两笔增资款，融资成本区间为1.20%-3.52%，该部分项目于长期借款中核算。

**表12 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	综合融资成本	融资余额	占比	1 年以内	1 年以上
银行借款		54.36	83.88%	3.64	50.72
债券融资	4.74%	4.37	6.74%	1.62	2.75
其他融资		6.08	9.38%	0.00	6.08
合计	-	64.80	100.00%	5.26	59.53

注：其他融资为纳入长期借款科目核算的增资款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司流动性需求主要来自在建项目投资及债务的还本付息。2023年公司自营项目维持较高的投资强度，投资活动现金流缺口进一步扩大。受到期债务规模较大影响，2023年末公司筹资活动现金净流出3.64亿元。公司主要通过区域国企间拆借资金弥补资金缺口，2023年经营活动现金流由负转正，但仍无法弥补公司的资金缺口，当期现金及现金等价物净减少5.10亿元。考虑到公司融资渠道较为单一，目前公司在建自营项目较多，且项目建设和回收周期较长，同时存量债务本息接续压力仍存，需持续关注公司的资金压力。

偿债指标方面，2023年末公司资产负债率小幅增加，受期末货币资金大幅下滑影响，现金短期债务比大幅下滑至0.28。公司利润总额及EBITDA主要来源于井冈山市政府的财政补贴，2023年变动不大。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2023 年	2022 年
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.88	2.83
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8.21	-5.53
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-9.67	-7.67
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.64	12.76
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-5.10	-0.44
资产负债率	49.91%	49.33%

现金短期债务比	0.28	2.13
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.34

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但根据公司提供的说明，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2023 年公司监事会主席由肖彦变更为周娟。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年7月22日），公司本部、子公司井冈山城投、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。

### 或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计2.28亿元，占同期末净资产的3.13%，虽对外担保对象均为当地国企或事业单位，但对外担保均未设置反担保措施。

**表14 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

担保方	担保金额	担保余额	担保到期日
井冈山市中医院	23,000.00	21,800.00	2046/05/30
井冈山市一建建筑工程有限公司	1,000.00	990.00	2024/11/27
<b>合计</b>	<b>24,000.00</b>	<b>22,790.00</b>	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 其他

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较上次评级下调1个级别，主要是公司EBITDA利息保障倍数

和现金短期债务比指标弱化导致财务状况得分下降。

## 八、外部特殊支持分析

公司是井冈山市人民政府下属重要企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，井冈山市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与井冈山市人民政府的联系非常紧密。井冈山市财政局间接持有公司100%股权，公司根据井冈山市政府安排承担当地基础设施项目建设、国有资产运营及投融资等工作，井冈山市人民政府对公司经营战略和业务开展拥有绝对控制权。从历史上获得支持的情况来看，井冈山市政府部门主要从资产注入、股权划转和财政补贴等方面对公司进行支持，增强了公司的资本实力，提升了公司的盈利水平。

(2) 公司对井冈山市人民政府非常重要。公司是井冈山市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，基础设施建设业务在井冈山市具有一定专营性，且是井冈山市唯一公开发债主体，区域地位较突出，对政府贡献很大。作为公开市场发债主体，若发生信用风险，将对当地融资环境产生较大影响。

经评估，井冈山市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

## 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

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。

兴农担保成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产管理集团有限公司（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“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“重庆水务环境控股集团有限公司”，以下简称“重庆水务”）共同发起设立，并分别按照6：2：2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分

别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2023年末，兴农担保注册资本为85.90亿元，实收资本为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为69.28%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至2023年末，兴农担保担保余额为802.69亿元，同比增长17.99%，其中融资担保余额占比由2020年的97.25%下降至88.97%。

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，截至2023年末，兴农担保直接融资担保业务余额为575.46亿元，同比增长15.56%。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等16个省级行政区，主体信用级别通常在AA-及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。另外，随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定的业务转型压力。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至2023年末，兴农担保本部间接融资担保余额138.68亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以AA级主体担保、应收账款质押、资产抵押等组合担保方式为主。

**表15 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
期末担保余额	802.69	680.31	659.80
其中：融资担保余额	714.15	600.33	623.75
直接融资担保余额	575.46	497.98	540.19
间接融资担保余额	138.68	102.35	83.56
非融资担保余额	88.55	79.98	36.05
融资担保责任余额	643.10	539.22	554.11
融资担保责任余额放大倍数（X）	6.02	8.20	8.67

资料来源：兴农担保2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2023年兴农担保本部当期担保代偿额为2.06亿元，当期担保代偿率为0.63%。截至2023年末，兴农担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为4.02亿元、25.26亿元和1.61亿元，担保风险准备金合计为30.89亿元，同比增长2.12%；拨备覆盖率为680.40%，处于较高水平。

**表16 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2023	2022	2021
资产总额	207.19	183.34	183.04
其中：货币资金	50.07	44.11	41.58
应收代偿款净额	4.54	8.37	10.14
所有者权益合计	123.46	96.37	94.54
营业收入	13.61	12.51	13.13
其中：已赚担保费	9.58	9.47	9.87
利息收入	1.78	2.14	2.55
投资收益	1.43	0.46	0.36
净利润	3.75	3.19	2.07
净资产收益率	2.87%	3.34%	2.11%
当期担保代偿率*	0.63%	0.84%	2.86%
累计担保代偿率*	1.68%	2.07%	2.59%
拨备覆盖率	680.40%	361.43%	276.43%

资料来源：兴农担保2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，兴农担保的资产总额为207.19亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为65.30亿元、50.07亿元、56.57亿元和4.54亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括37.51亿元结构性存款和7.09亿元基金投资，基金投资主要系债权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。截至2023年末，兴农担保其他应收款项为5.26亿元，其中对重庆市鑫昌调味品销售有限公司其他应收款账面余额为8.59亿元，已计提坏账准备4.50亿元，考虑该部分款项账龄时间较长，回收不确定性较大，后续仍面临较大的减值风险。截至2023年末，兴农担保应收代偿款账面余额为12.31亿元，已计提减值准备7.78亿元，账面价值为4.54亿元，同比下降45.46%。截至2023年末，兴农担保本部I、II级和III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为45.52%、30.56%和25.21%，I级资产占比较高，资产流动性尚可。

截至2023年末，兴农担保的负债为83.73亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为25.26亿元、4.02亿元、6.20亿元、5.23亿元和36.19亿元。

截至2023年末，兴农担保的所有者权益为123.46亿元，实收资本为85.90亿元，资本公积为18.10亿

元，资本实力较强。2023年末兴农担保融资担保责任余额放大倍数为6.02，较2022年有一定程度下降。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2023年兴农担保实现营业收入13.61亿元，其中已赚担保费的收入占比为71.71%。2023年兴农担保计提信用减值损失2.28亿元，同比小幅下降。2023年兴农担保实现净利润3.75亿元，当期净资产收益率为2.87%，同比下降0.47个百分点。

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长。同时中证鹏元也关注到，兴农担保部分客户资质稍弱，代偿规模相对较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，面临一定减值压力。

经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由兴农提供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。

## 十、结论

公司作为服务于井冈山市发展的重要基础设施建设主体，在建代建项目规模较大，基础设施建设业务具有一定专营性且短期内可持续性较好，跟踪期内公司在资产注入和财政补贴方面持续获得较大力度的政府支持，并拓展了公司的业务板块并提升了公司的盈利能力。但公司资产大量沉淀于应收款项和土地资产，流动性和收益性较弱。近年公司产业园自营项目维持较高的投资强度，项目投融资压力较大，自营项目资金平衡情况有待关注。2023年投资及筹资活动现金流缺口扩大导致现金及现金等价物净增加额由正转负，自营项目投资和偿债支出导致较大规模的现金流缺口，公司短期债务压力加大。整体来看，公司抗风险能力尚可。另外，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。

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，维持本期债券的信用等级为AAA。

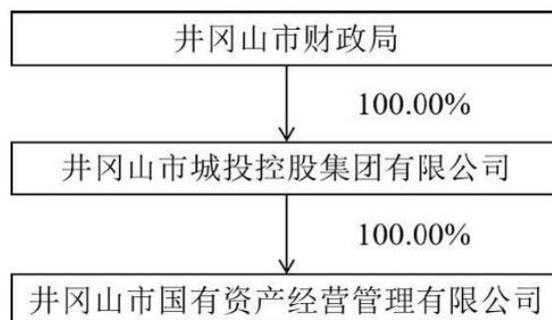
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.47	6.53	6.98
应收账款	37.23	35.24	31.49
其他应收款	17.46	21.80	13.80
存货	53.18	52.03	53.24
流动资产合计	110.03	115.87	105.72
固定资产	0.95	0.07	0.19
在建工程	14.49	10.69	4.37
投资性房地产	13.62	13.09	10.89
其他非流动资产	5.36	0.00	0.00
非流动资产合计	35.54	24.53	16.24
资产总计	145.57	140.39	121.96
短期借款	0.10	0.00	0.00
应付账款	0.07	0.01	0.01
其他应付款	6.77	2.36	0.32
一年内到期的非流动负债	5.17	3.06	2.54
流动负债合计	12.50	5.57	3.03
长期借款	56.79	58.54	42.88
应付债券	2.75	4.11	5.45
非流动负债合计	60.16	63.68	49.46
负债合计	72.65	69.25	52.49
总债务	64.80	65.71	50.87
其中：短期债务	5.26	3.06	2.54
所有者权益	72.92	71.14	69.47
营业收入	5.70	6.39	7.81
营业利润	0.61	0.75	0.61
其他收益	0.89	0.98	0.72
利润总额	0.60	0.74	0.60
经营活动产生的现金流量净额	8.21	-5.53	-5.05
投资活动产生的现金流量净额	-9.67	-7.67	-2.22
筹资活动产生的现金流量净额	-3.64	12.76	7.77
<b>财务指标</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	1.56%	0.62%	2.05%
资产负债率	49.91%	49.33%	43.04%
短期债务/总债务	8.13%	4.66%	4.99%
现金短期债务比	0.28	2.13	2.75
EBITDA（亿元）	0.99	1.08	0.91

EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.34	0.48
---------------	------	------	------

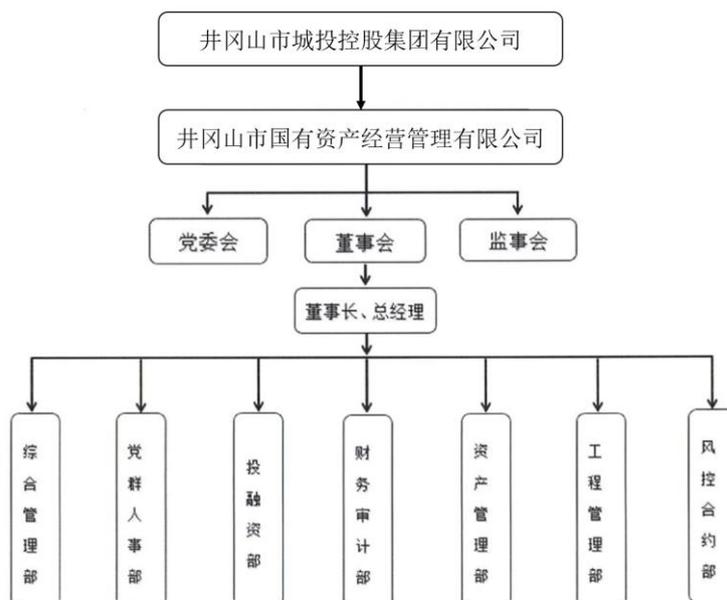
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例		主营业务	取得方式
	直接	间接		
井冈山市城市建设投资开发有限公司	90.00%	-	房屋建筑业	设立
井冈山市文化旅游发展有限公司	82.33%	-	房屋建筑业	设立
井冈山市新城投资发展有限公司	100.00%	-	房屋建筑业	设立
井冈山市工业园投资开发有限公司	-	51.00%	房屋建筑业	设立
井冈山米兰花酒店管理有限公司	-	100.00%	酒店服务业	设立
江西恒银供应链管理有限公司	-	70.00%	软件和信息技术服务业	设立
井冈山红欣贸易有限公司	100.00%	-	零售业	设立
井冈山学府对外合作管理服务有限公司	100.00%	-	商务服务业	设立
井冈山人力资源服务有限公司	-	60.00%	商务服务业	设立
井冈山青少年发展中心有限公司	-	51.00%	体育	设立
井冈山青少年发展中心旅行社有限公司	-	100.00%	商务服务业	设立
井冈山市城建档案咨询有限公司	-	100.00%	商务服务业	划转
井冈山井通供应链服务有限公司	-	100.00%	装卸搬运和仓储业	设立
井冈山市国营砂石有限公司	100.00%	-	砂石销售业	划转
井冈山市道远建筑材料有限公司	-	100.00%	非金属矿物制品业	设立
井冈山市泰安保安服务有限公司	100.00%	-	商务服务业	划转
井冈山市泰安物业服务有限公司	100.00%	-	房地产业	设立
深圳市晟澜实业有限公司	100.00%	-	房地产业	划转
井冈山市红欣房地产开发有限公司	100.00%	-	房地产业	设立
井冈山市红欣水资源开发有限公司	100.00%	-	渔业	设立
井冈山市园区人力资源有限公司	-	100.00%	商务服务业	设立
井冈山井弘物业管理有限公司	-	100.00%	房地产业	设立

资料来源：公司 2023 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。