

2019 年井冈山市国有资产经营管理有限公司
公司债券信用评级报告



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。

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 公司债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1295】号 02

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 3 月 12 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网站。

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

本期债券信用等级：AAA

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末，分
别偿还债券本金的 20%

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）本次拟发行总额 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到较好的外部环境为公司发展提供了良好基础；公司在建、拟建项目规模较大，业务持续性较好；公司获得较大力度的外部支持；且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”或“担保人”）提供的保证担保有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，面临较大资金支出压力，且有息债务快速增加，面临一定偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年井冈山市分别实现地区生产总值 57.57 亿元、62.88 亿元和 70.55 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 9.0%、9.8%和 9.6%，经济实力逐年增强，为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建、拟建项目规模较大，业务持续性较好。作为井冈山市重要的基础设施建设主体，公司承担了较多的基础设施建设业务；截至 2017 年末，公司在建、拟建项目规模较大，预计总投资合计 71.92 亿元，业务持续性较好。
- 公司获得较大力度的外部支持。2012-2015 年及 2017 年，当地政府通过注入房产、土地及现金等方式分别增加公司资本公积 50.90 亿元和 0.13 亿元；2015-2017 年，

公司分别获得政府补助 0.17 亿元、1.44 亿元和 1.43 亿元，较大力度的外部支持有效提升了公司的资本实力和可持续发展能力。

- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，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。**2017 年末，公司存货和应收款项占总资产的比重为 85.89%，存货以工程代建成本和土地使用权为主，应收款项以应收井冈山市财政局的款项为主，回收时间受政府财政资金安排影响，具有一定不确定性，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续净流出，在建、拟建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**近年来，公司经营活动现金流持续表现为净流出，截至 2017 年末，公司在建、拟建项目尚需投入资金超过 60.53 亿元，公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务快速增加，面临一定偿债压力。**2017 年末，公司有息债务规模为 20.55 亿元，占负债总额的 95.10%，较 2015 年末大幅增长 117.25%；公司资产负债率较 2015 年末提升 11.35 个百分点至 24.64%，债务压力快速增加，面临一定偿债压力。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	877,212.68	823,500.89	720,994.52
所有者权益（万元）	661,107.88	642,509.80	625,201.13
有息债务（万元）	205,515.00	171,930.00	94,600.00
资产负债率	24.64%	21.98%	13.29%
流动比率	30.39	31.03	101.13
营业收入（万元）	62,116.32	72,344.24	49,693.21
其他收益（万元）	14,289.09	-	-
营业外收入（万元）	0.23	14,389.55	1,728.99
利润总额（万元）	11,731.35	16,479.67	2,898.85
综合毛利率	7.58%	8.19%	8.52%
EBITDA（万元）	19,256.76	20,178.04	5,416.62
EBITDA 利息保障倍数	2.19	3.28	1.04

经营活动现金流净额（万元）	-50,856.16	-24,073.45	-32,929.10
---------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标：

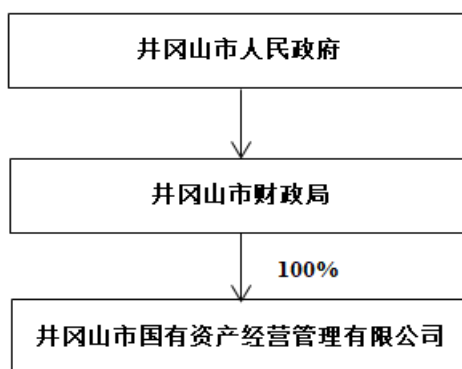
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2010年8月11日，系经井冈山市人民政府批准设立的国有独资公司，井冈山市人民政府授权井冈山市财政局履行出资人职责，由井冈山市财政局出资，初始注册资本为5,000万元。截至2018年6月末，公司注册资本和实收资本均为5,000万元，控股股东为井冈山市财政局，持股比例100%，实际控制人为井冈山市人民政府。

图1 截至2018年6月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司目前主营业务为基础设施代建、国有资产经营、房屋出租及酒店业务。截至2017年末，纳入公司合并范围的子公司有5家。

表1 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	子公司简称	注册资本	持股比例	业务性质
井冈山市城市建设投资开发有限公司	井冈山城投	13,000.00	90.00%	房屋建筑业
井冈山市文化旅游发展有限公司	井冈山文旅	16,400.00	82.33%	房屋建筑业
井冈山市新城投资发展有限公司	井冈山新城	26,000.00	70.00%	房屋建筑业
井冈山市工业园投资开发有限公司	工业园公司	10,000.00	51.00%	房屋建筑业
井冈山米兰花酒店管理有限公司	米兰花公司	500.00	100.00%	住宿业

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为87.72亿元，股东权益合计为66.11亿元，资产负债率为24.64%；2017年度，公司实现营业收入6.21亿元，利润总额1.17亿元，经营活动现金流净额-5.09亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年井冈山市国有资产经营管理有限公司公司债券；

发行总额：7亿元；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末，分别偿还本金的20%，到期利息随本金一起支付；

增信方式：本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为7亿元，资金投向明细如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	87,096.23	54,000.00	62.00%
补充营运资金	-	16,000.00	-
合计	-	70,000.00	-

注：井冈山市工业园区标准化厂房建设项目总投资金额为 87,096.23 万元，实施主体为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”）。公司持有井冈山城投 90% 股份，按比例测算，公司占有项目总投资 78,386.61 万元。

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

井冈山市工业园区标准化厂房建设项目位于井冈山市夏坪镇沉塘村，项目规划总用地面积 454.24 亩，总建筑面积 360,241.80 平方米，其中：标准化厂房 30 栋共计建筑面积为 342,001.71 平方米（层数为 3 层的 14 栋，建筑面积 135,510.06 平方米；层数为 4 层的 16 栋，建筑面积 206,491.65 平方米）；技术服务楼 3 栋，建筑面积 18,240.09 平方米；建设地上车库 866 个。

2、项目批复情况

截至 2018 年 3 月末，募投项目批复情况详见表 3。

表3 井冈山市工业园区标准化厂房建设项目批复情况

批准文件类型	审批机构	批准文号	批准时间
建设项目选址意见书	井冈山市城乡建设局	选字第井选规[2017]39号	2017.11.13
关于井冈山市工业园区标准化厂房建设项目用地预审意见	井冈山市国土资源局	井国土资预字[2017]25号	2017.11.16
关于井冈山市工业园区标准化厂房建设项目节能审查情况的说明	井冈山市发展和改革委员会	-	2017.12.11
关于井冈山市工业园区标准化厂房建设项目环评影响报告表的批复	井冈山市环境保护局	井环评字[2018]1号	2018.3.13

关于井冈山市工业园区标准化厂房建设项目可行性研究报告的批复

井冈山市发展和改革委员会

井发改项目字
[2017]265号

2017.12.13

资料来源：公司提供

3、项目建设进度

本期债券募投项目总投资为 87,096.23 万元，项目资金通过公司自筹资金和企业债券等融资方式筹集。该项目拟使用本期债券募集资金 54,000.00 万元，占项目总投资规模的比例为 62.00%。该项目建设期拟按 36 个月安排，2017 年 12 月启动项目可研设计、各项审批程序，已完成前期方案设计，发改局、环保局、国土局、城乡建设局等审批手续已办理完毕，项目用地已完成征地拆迁。截至本报告出具之日，该项目正处于前期工程设计及施工准备阶段，预计于 2019 年 5 月开工。

4、项目经济效益

本期债券募投项目建设完成后由井冈山城投负责运营，根据深圳市建星项目管理顾问有限公司出具的《江西省井冈山市工业园区标准化厂房建设项目可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”）测算，项目计算期为 2017 年 12 月至 2035 年 12 月，共计 18 年。该项目收入来源包括标准化厂房、技术服务楼、停车场的出租收入以及厂房的物业管理收入。

（1）标准工业厂房租赁收入

项目标准化厂房总建筑面积为 342,001.71 平方米，全部对外出租。标准化厂房于计算期的第 3 年底全部建成，第 4 年开始出租，经营期内租金水平按同地域、同类型、同档次的标准化厂房租金水平确定，租金水平按每月 15 元/平方米的价格计算，每 5 年出租单价增长 5%。出租率按经营期第 1 年达 70%，以后年度每年出租率增长 10% 计算，第 5 年及以后年度出租率均为 97%。按 15 年的运营期，标准化厂房累计租金收入为 90,237.10 万元。

（2）技术服务楼租赁收入

项目技术服务楼总建筑面积为 18,240.09 平方米，全部对外出租。技术服务楼于计算期的第 3 年底全部建成，第 4 年开始出租，经营期内租金水平按同地域、同类型、同档次的办公楼租金水平确定，租金水平按每月 18 元/平方米的价格计算，每 5 年出租单价增长 5%。出租率按经营期第 1 年达 70%，以后年度每年出租率增长 10% 计算，第 5 年及以后年度出租率均为 97%。按 15 年的运营期，技术服务楼累计租金收入为 5,775.17 万元。

（3）停车位租赁收入

项目配套建设停车位 866 个，全部对外出租。停车位于计算期的第 3 年底全部建成，第 4 年开始出租，经营期内租金水平按同地域、同类型、同档次的停车位租金水平确定，当年租金水平按每月 300 元/个的价格计算。出租率按经营期第 1 年达 60%，以后年度每

年出租率增长 10% 计算，第 6 年及以后年度出租率均为 97%。按 15 年的运营期，停车位累计租金收入为 4,154.55 万元。

（4）物业管理费

项目总建筑面积为 360,241.80 平方米，物业管理费价格标准按同地域、同类型、同档次工业园确定，为每月 3 元/平方米的价格计算。按 15 年的运营期，项目物业管理费累计收入为 18,050.75 万元

综合上述各项收益，在债券存续期¹内项目总收入合计为 42,476.07 万元；运营期内，项目合计总收入为 118,217.58 万元，项目具有一定的投资收益能力。但需要关注的是，受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响，募投项目存在不能按期竣工或运营效果未达预期的风险。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服

¹假设债券存续期为 2019 年至 2026 年。

务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政

策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职

能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表4 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融

	券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)		资,不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金

2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
---------	---------------------------------------	-----	--

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

(二) 区域环境

井冈山市经济保持良好增长趋势，固定资产投资是经济增长的主要动力

井冈山市隶属吉安市，位于江西省西南部，东临江西泰和、遂川两县，南邻湖南炎陵县，西靠湖南茶陵县，北接江西永新县，是江西省的西南门户。井冈山市境内有高速公路、国道、省道、市乡公路25条，赣粤一泰井高速公路直达井冈山，吉井铁路直达井冈山新城区，并在新城区设站。井冈山市下辖18个乡镇，地域面积约1,297.5平方公里，2017年末全市总人口为17.03万人。

井冈山是著名革命圣地，红色旅游资源丰富，有11大景区、76处景点，460多个景物景观，其中革命人文景观30多处，革命旧址遗迹100多处。近年来，井冈山市积极推进旅游业发展，先后获得了国家5A级旅游景区、全国文明风景旅游区、全国造林绿化百佳县(市)等20余项国家级荣誉称号，打造了大陇案山下村、茅坪坝上村等精品旅游示范点，旅游产业得到快速发展，旅游辐射能力和带动能力持续增强。工业发展方面，井冈山市形成了造纸、瓷业、硅酸盐、花岗岩、木材加工、竹制品、土特产加工等特色工业群体。2017年1月，井冈山市成功设立省级产业园井冈山产业园，规划总面积275.83公顷，实行“一园两区”布局，其中城区工业区以电子信息产业和旅游产业为主导产业，古城产业区以陶瓷特色产业为主。

井冈山市近年经济发展较快，2015-2017年分别实现地区生产总值57.57亿元、62.88亿元和70.55亿元，按可比价格计算，分别同比增长9.0%、9.8%和9.6%。三次产业结构由2015年的8.5:33.2:58.3调整为2017年的9.9:28.2:61.9，产业结构以第三产业为主，且第三产业占比持续提升。2017年，井冈山市人均GDP为44,617元，为全国人均GDP的74.79%，低于全国平均水平。

工业经济方面，2017年井冈山市实现工业增加值17.05亿元，同比增长9.6%。其中，全市30家规模以上工业企业，实现增加值同比增长9.3%。规模工业增加值占全部工业增加值的41.05%。规模工业总产值完成28.42亿元，同比增长2.23%。

近年来井冈山市固定资产投资规模不断扩大，2015-2017年固定资产投资完成额分别为63.30亿元、72.95亿元和82.39亿元，增速分别为15.8%、15.7%和13.3%，增速有所放缓，但仍维持较快增长，是井冈山市经济增长的主要动力。消费对井冈山市经济增长起到一定拉动作用，2015-2017年，井冈山市社会消费品零售总额增速分别为15.7%、13.8%和13.1%，呈持续下滑趋势，消费增长动力略显不足。

2017年井冈山市实现公共财政收入5.32亿元，同比增长5.44%，其中税收收入3.66亿元，占公共财政收入比重为68.78%；实现政府性基金收入0.80亿元，同比下降26.73%；同期井冈山市公共财政支出为20.29亿元，同比增长8.65%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为26.20%。

表5 2015-2017年井冈山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	70.55	9.6%	62.88	9.8%	57.57	9.0%
第一产业增加值	7.02	4.8%	5.19	4.7%	4.90	4.2%
第二产业增加值	19.88	6.3%	19.79	6.5%	19.10	8.7%
第三产业增加值	43.66	12.0%	37.90	12.3%	33.57	10.0%
固定资产投资	82.39	13.3%	72.95	15.7%	63.30	15.8%
社会消费品零售总额	27.10	13.1%	23.97	13.8%	20.91	15.7%
进出口总额（万美元）	1,631.00	45.5%	1,313.06	50.3%	873.49	-35.4%
存款余额	99.34	12.6%	88.24	11.8%	78.95	10.1%
贷款余额	72.25	16.1%	62.26	3.0%	60.45	37.1%
人均GDP（元）	44,617		37,209		37,190	
人均GDP/全国人均GDP	74.79%		68.93%		74.01%	

资料来源：2015-2017年井冈山市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

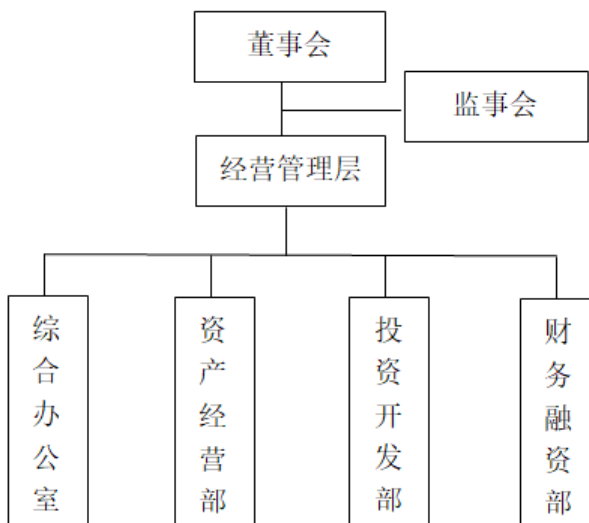
五、公司治理与管理

公司按照《公司法》及其他相关法律、法规的规定制定《井冈山市国有资产经营管理有限责任公司章程》，设立了包括董事会、监事会和经营管理层在内的法人治理结构。董事会是公司经营管理的最高决策机构，由3人组成，设董事长1名，副董事长1名，成员由井冈山市财政局委派或更换。董事会行使修改公司章程、决定公司投资方案和经营计划、制定

公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司设监事会，监事会设监事5人，设监事会主席1名。监事、监事会主席由出资人委派、指定或者更换。现有监事会成员5人，其中职工监事2人，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使检查公司财务、对董事、总经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督等职权。公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理1名，任期3年，由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，行使组织实施董事会的决议和决定、主持公司的经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。根据公司提供的相关说明，公司目前不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

组织结构方面，公司以高效、精简为原则，根据公司定位、业务特点和业务需要设立了资产经营部、投资开发部、财务融资部和综合办公室，并制定了相关的内部管理制度，确保公司的正常运营。公司的组织结构图如下图所示。

图2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、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，受工程进度及政府财政支出安排等因素影响，近年工程施工收入有所波动，2015-2017年，公司分别实现营业收入49,693.21万元、72,344.24万元和62,116.32万元，其中工程施工收入占当期营

业收入的比重分别为96.42%、94.91%和96.85%。公司资产经营处置收入来自于政府授权范围内的国有资产经营与处置业务，2016年公司处置资产较多导致近年收入规模有所波动。租赁收入主要来自于公司自有房屋及商铺对外出租获得的租金收入，餐饮客房收入主要系米兰花酒店的住宿和餐饮收入。

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，近年毛利率较低且呈小幅下滑趋势；资产经营处置业务和租赁业务毛利率相对较高且保持稳定。2015-2017年公司综合毛利率分别为8.52%、8.19%和7.58%，呈小幅下滑趋势。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	60,160.30	6.92%	68,661.28	7.26%	47,915.93	7.85%
资产经营处置收入	1,176.25	24.00%	3,014.53	24.00%	1,154.79	24.00%
租赁收入	675.82	31.95%	668.44	32.42%	622.48	31.53%
餐饮客房收入	103.94	43.64%	-	-	-	-
合计	62,116.32	7.58%	72,344.24	8.19%	49,693.21	8.52%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施建设投资规模较大，业务持续性较好；但目前在建、拟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城投、井冈山文旅和井冈山新城负责。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，各子公司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。

公司委托代建业务受工程进度及政府财政支出安排等因素影响，近年收入规模呈一定波动性。2015-2017年，公司分别确认委托代建收入47,915.93万元、68,661.28万元和60,160.30万元。

表7 2015-2017年公司基础设施建设业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入
2017年	拿山河综合治理工程	3,772.27
	六八河综合治理工程	3,344.46

	井冈山市农村安全饮水工程建设项目	18,898.20
	井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目	13,328.70
	拿山河综合治理工程二期	5,836.52
	农村公路改造项目(一期)	8,310.42
	井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目	6,669.74
	合计	60,160.30
2016年	井冈山市罗浮垌下安置区建设项目	411.95
	井冈山市罗浮片区石市口棚户区改造项目	1,120.49
	龙江河综合治理工程	5,040.98
	拿山河综合治理工程	3,726.42
	井冈山市(新城区)文化艺术中心建设项目	16,055.25
	六八河综合治理工程	11,244.50
	市文化旅游建设项目一期	11,990.00
	拿山河综合治理工程二期	19,071.67
	合计	68,661.28
2015年	井冈山市罗浮垌下安置区建设项目	872.81
	井冈山市罗浮片区石市口棚户区改造项目	1,949.67
	龙江河综合治理工程	2,690.75
	拿山河综合治理工程	1,325.94
	井冈山市(新城区)文化艺术中心建设项目	5,780.71
	六八河综合治理工程	1,720.56
	市文化旅游建设项目一期	30,825.58
	拿山河综合治理工程二期	2,749.90
	合计	47,915.93

资料来源：公司提供

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。目前公司在建、拟建的基础设施代建项目包括拿山河综合治理工程、井冈山市农村安全饮水工程建设项目、井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目、井冈山市改善农村人居环境建设项目和井冈山全域旅游建设项目等，自营项目包括电子信息标准化厂房项目和井冈山市工业园区标准化厂房建设项目（本期债券募投项目）。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、资金到位程度、市场需求波动等因素影响，存在一定的不确定性。

截至2017年末，公司在建、拟建项目预计总投资为71.92亿元，已投资11.67亿元，未

来尚需投资超过60.53亿元，资金规模较大，面临较大的资金压力。

表8 截至2017年末公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	业务模式
拿山河综合治理工程	14,385.16	11,975.91	代建
电子信息标准化厂房项目	28,990.00	1,076.22	自营
井冈山市农村安全饮水工程建设项目	71,500.00	23,776.34	代建
井冈山市罗浮旅游扶贫实验区基础设施建设项目	52,300.00	20,938.23	代建
拿山河综合治理工程二期	25,521.35	28,298.08	代建
井冈山市农村公路改造项目一期	27,865.00	14,877.56	代建
井冈山市污水垃圾处理设施及污水管网建设工程项目	76,500.00	15,732.20	代建
井冈山市工业园区标准化厂房建设项目	87,096.23	-	自营
井冈山市改善农村人居环境建设项目	130,000.00	-	代建
井冈山全域旅游建设项目	200,000.00	-	代建
井冈山市罗浮片区污水处理设施及管网建设项目	5,000.00	-	代建
合计	719,157.74	116,674.55	-

资料来源：公司提供

资产经营处置收入规模存在一定波动性；房屋租赁业务和酒店业务对公司收入形成一定补充

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、车辆、废旧物资等。公司资产经营收入主要来自于井冈山市大部分市政资产经营收入，如民政局、国土局、建设局等部门下属的房屋出租收入、相关资产经营收入等。根据井府办发[2010]5号及井冈山市财政局出具的相关文件等规定，公司资产经营处置业务毛利率为24.00%。资产经营处置业务增加了公司的收入规模，但资产处置业务可持续性不强，收入具有一定波动性。

表9 2015-2017年公司资产经营处置收入明细（单位：万元）

时间	项目	确认收入	确认成本
2017年	资产处置收入	320.21	243.36
	资产经营收入	856.05	650.59
	合计	1,176.25	893.95
2016年	资产处置收入	2,137.58	1,624.56
	资产经营收入	876.95	666.48

	合计	3,014.53	2,291.04
2015年	资产处置收入	229.72	174.58
	资产经营收入	925.08	703.06
	合计	1,154.79	877.64

资料来源：公司提供

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，该部分房屋及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。近年来公司房屋出租单价保持稳定，随着可出租资产增加，租赁收入呈小幅增长趋势，2015-2017年，公司分别实现租赁收入622.48万元、668.44万元和675.82万元。公司可用于出租的房屋及商铺较多，租赁业务可持续性较好。

酒店业务系孙公司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。2017年，米兰花酒店平均客房出租率50%左右，实现餐饮客房收入103.94万元。

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，井冈山市政府在资产注入和财政补贴方面给予公司较大支持。资产注入方面，2012-2015年，井冈山市政府向公司及子公司注入房产、土地等资产，合计增加公司资本公积50.90亿元；2017年，井冈山市工业园管理委员会向孙公司工业园公司注入现金合计增加公司资本公积0.13亿元。政府补助方面，2015-2017年公司分别获得政府补助收入0.17亿元、1.44亿元和1.43亿元，有效提升了公司利润水平。

表10 2015-2017年公司获得外部支持情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
资产注入	1,307.83	-	121,908.58
政府补助	14,289.09	14,389.55	1,728.99

资料来源：公司提供

七、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2015-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2015-2017年公司合并范

围变化情况见下表。

表11 2015-2017年公司合并范围子公司变化情况

时间	子公司名称	变动情况
2016年	井冈山市工业园投资开发有限公司	新增，出资设立
2017年	井冈山米兰花酒店管理有限公司	新增，出资设立

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，但以应收款项、工程代建成本和土地使用权为主，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，截至2017年末资产总额增至87.72亿元，近三年复合增长率为10.30%。公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为90.26%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金主要为银行存款，2017年末账面价值为3.71亿元，无使用受限情况。2017年末公司应收账款账面价值8.51亿元，其中绝大部分为应收井冈山市财政局的项目回购款；从账龄来看，账期在1年以内的比例为61.08%，1年以上的比例为38.92%。其他应收款为公司与其他单位的往来款，近年公司往来款流出量较大，近三年复合增长率达116.13%；截至2017年末其他应收款账面价值为12.13亿元，其中应收井冈山市财政局的款项占其他应收款总额的比例为94.59%。公司应收账款和其他应收款主要为应收井冈山市财政局的款项，回收风险不大，但具体的回收时间受政府财政资金安排影响，具有一定不确定性，且规模较大，对公司营运资金形成较大占用。2017年末存货账面价值为54.71亿元，占资产总额的62.37%，为公司最主要资产，主要包括3.76亿元工程施工成本及50.95亿元土地使用权，工程施工成本为基础设施代建项目的账面成本，土地使用权包含土地34宗，土地性质为商服用地和工业用地，其中账面价值合计5.40亿元的土地已用于抵押，占存货中土地账面价值的10.61%。公司存货中土地使用权情况详见附录五。

公司的非流动资产比例相对较小，主要为投资性房地产。投资性房地产系公司自有的房屋及建筑物，2017年末账面价值为8.24亿元，采用成本计量模式核算，近年规模小幅下降主要系计提折旧所致。截至2017年末，账面价值合计6.23亿元的投资性房地产已用于抵押，抵押比率为75.64%。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但存货和应收款项占总资产的比重为85.89%，公司资产以应收款项、工程代建成本和土地使用权为主，整体流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37,087.10	4.23%	54,101.37	6.57%	8,363.99	1.16%
应收账款	85,087.68	9.70%	71,519.82	8.68%	68,431.57	9.49%
其他应收款	121,300.40	13.83%	66,344.51	8.06%	25,968.10	3.60%
存货	547,086.83	62.37%	546,515.57	66.36%	530,516.68	73.58%
流动资产合计	791,815.52	90.26%	739,035.56	89.74%	634,295.99	87.98%
投资性房地产	82,363.27	9.39%	84,462.73	10.26%	86,692.45	12.02%
非流动资产合计	85,397.16	9.74%	84,465.33	10.26%	86,698.52	12.02%
资产总计	877,212.68	100.00%	823,500.89	100.00%	720,994.52	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司收入规模有所波动，盈利依赖于政府补助

公司营业收入主要来自于基础设施代建业务，受工程进度及政府财政支出安排等因素影响，近年收入规模有所波动，2015-2017年公司分别实现营业收入4.97亿元、7.23亿元和6.21亿元。公司目前在建、拟建基础设施项目较多，业务可持续性较好。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，毛利率较低且呈小幅下滑趋势；资产经营处置业务和租赁业务毛利率相对较高且保持稳定。2015-2017年公司综合毛利率分别为8.52%、8.19%和7.58%。

政府补助方面，2015-2017年公司分别获得政府补助收入0.17亿元、1.44亿元和1.43亿元，占同期利润总额的比重分别为59.64%、87.32%和121.80%，有效提升了公司的盈利水平，公司盈利对政府补助的依赖度较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

盈利指标	2017年	2016年	2015年
营业收入	62,116.32	72,344.24	49,693.21
其他收益	14,289.09	-	-
营业利润	11,735.13	2,091.63	1,172.46
营业外收入	0.23	14,389.55	1,728.99
利润总额	11,731.35	16,479.67	2,898.85
综合毛利率	7.58%	8.19%	8.52%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营回款情况有所改善，但经营活动现金流持续净流出，考虑到在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司将面临较大的资金压力

近年来公司经营回款情况有所改善，2015-2017年，销售商品、提供劳务收到的现金分别为0.59亿元、2.23亿元和4.87亿元，收现比分别为0.12、0.31和0.78。近年来公司工程代建较多，随着项目建设的持续推进，主营业务支付的现金保持在较大规模。公司其他与经营活动有关的现金主要为政府补助及往来款，2017年公司与政府部门及其他单位的往来款大幅净流出，导致当年经营活动现金净流出规模扩大。2015-2017年，公司经营活动现金净流出规模分别为3.29亿元、2.41亿元和5.09亿元，呈持续净流出状态。

2015-2016年，公司无投资活动现金流；2017年，公司投资活动现金流出主要系购置土地、管理软件及对其他企业的长期股权投资支付的现金，整体金额较小。为维持整体现金流平衡，公司主要通过融资活动弥补资金缺口。公司融资渠道主要为银行借款，近年来融资活动对经营活动的资金需求起到一定的保障作用，但考虑到公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司将面临较大的资金压力。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.78	0.31	0.12
销售商品、提供劳务收到的现金	48,689.20	22,256.03	5,872.66
收到的其他与经营活动有关的现金	28,103.96	34,085.29	19,879.71
经营活动现金流入小计	76,793.16	56,341.32	25,752.36
购买商品、接受劳务支付的现金	56,894.78	64,641.11	45,470.46
支付的其他与经营活动有关的现金	70,706.35	15,762.60	9,964.71
经营活动现金流出小计	127,649.32	80,414.77	58,681.46
经营活动产生的现金流量净额	-50,856.16	-24,073.45	-32,929.10
投资活动产生的现金流量净额	-1,950.94	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	35,792.82	69,810.83	30,340.74
现金及现金等价物净增加额	-17,014.28	45,737.38	-2,588.36

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司负债规模快速增长，有息债务规模较大，公司面临一定的债务偿付压力

由于融资规模扩大，近年公司负债规模快速增长，2017年末负债总额为21.61亿元，近三年复合增长率为50.20%。同时，公司所有者权益增幅较小，2017年末为66.11亿元，近三年复合增长率仅为2.83%。因此，公司产权比率快速上升，由2015年末的15.32%提高到2017年末的32.69%。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	216,104.80	180,991.09	95,793.38
所有者权益	661,107.88	642,509.80	625,201.13
产权比率	32.69%	28.17%	15.32%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债的快速增长主要源于银行借款的增长，2017年末负债规模为21.61亿元，以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比重为87.95%。

公司流动负债主要由短期借款和一年内到期的非流动负债组成。2017年末，公司短期借款余额为1.20亿元，其中抵押借款0.40亿元、信用借款0.80亿元。一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，2017年末余额为1.20亿元。公司非流动负债主要为长期借款，是公司近年主要的融资来源，偿还弹性较小。近年公司长期借款快速增长，2017年末余额为18.15亿元，主要为抵押借款和质押借款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,000.00	5.55%	1,500.00	0.83%	1,500.00	1.57%
一年内到期的非流动负债	12,020.00	5.56%	21,210.00	11.72%	4,250.00	4.44%
流动负债合计	26,051.42	12.05%	23,818.63	13.16%	6,272.37	6.55%
长期借款	181,495.00	83.98%	149,220.00	82.45%	88,850.00	92.75%
非流动负债合计	190,053.38	87.95%	157,172.47	86.84%	89,521.01	93.45%
负债合计	216,104.80	100.00%	180,991.09	100.00%	95,793.38	100.00%
有息负债	205,515.00	95.10%	171,930.00	94.99%	94,600.00	98.75%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

由于外部融资规模持续扩大，近年公司有息债务增长较快，2017年末规模为20.55亿元，占负债总额的95.10%，较2015年末大幅增长117.25%。此外，如本期债券成功发行，公司有息债务规模将进一步增长。总体而言，公司有息债务规模较大，以长期债务为主，公司面临一定的债务偿付压力。

从偿债指标看，由于债务规模增长较快，公司资产负债率不断上升，2017年末资产负债率为24.64%，较2015年末提升11.35个百分点。由于公司资产以流动资产为主，流动比率、速动比率表现较好，且公司短期负债规模较小，刚性负债比例较低，公司短期偿债能力尚可。此外，随着盈利水平的提高，2017年EBITDA较2015年有所增长，但有息债务规模增长较快，2017年公司EBITDA利息保障倍数和有息负债与EBITDA之比分别为2.19和10.67。随着公司在建、拟建项目的推进，预计公司将加大融资力度，偿债压力将逐步增

加。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	24.64%	21.98%	13.29%
流动比率	30.39	31.03	101.13
速动比率	9.39	8.08	16.55
EBITDA（万元）	19,256.76	20,178.04	5,416.62
EBITDA 利息保障倍数	2.19	3.28	1.04
有息债务/EBITDA	10.67	8.52	17.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目经营收益是本期债券的首要偿债资金来源。根据可行性研究报告，本期债券募投项目在债券存续期内总收入合计为42,476.07万元，能够为本期债券的本息偿付提供一定的现金流。但收入的实现受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响较大，存在一定的不确定性。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。公司收入主要来自工程代建业务，2015-2017年分别实现营业收入4.97亿元、7.23亿元和6.21亿元，且公司目前在建、拟建项目投资规模较大，收入来源较有保障。另一方面，项目建设尚需投资规模较大，公司经营活动现金流持续净流出，日常经营现金流平衡存在压力，使经营现金流对本期债券的保障存在不确定性。

公司的资产变现是本期债券的另一项偿债资金来源。截至2017年末，公司存货中有土地资产50.95亿元，其中尚未抵押的土地账面价值合计45.54亿元，在极端情况下，以上资产可以通过变现提供偿债资金。需要注意的是，公司土地资产规模较大，部分土地已用于抵押，土地资产集中处置难度较大及变现价值存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

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本期债券的信用水平

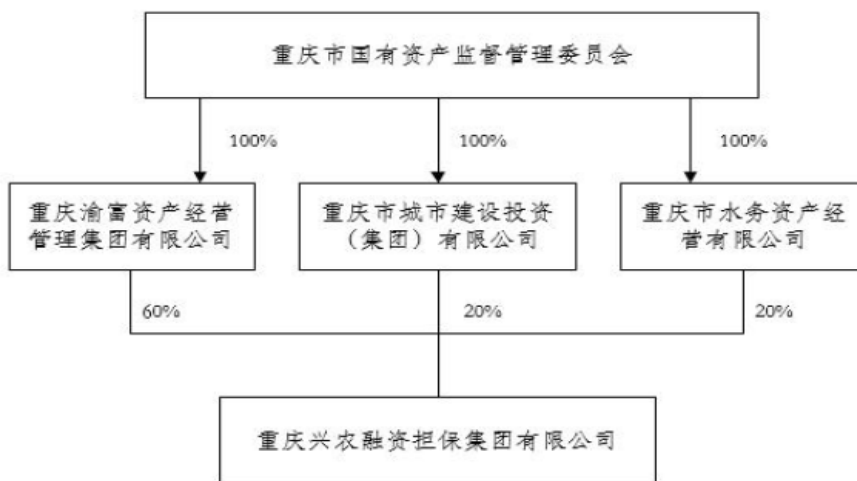
1、担保条款

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。

2、担保方情况

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。兴农担保初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（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“重庆城建集团”）及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资6.00亿元、2.00亿元及2.00亿元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4月，兴农担保名称变更为现名。历经数次增资，截至2017年末，兴农担保注册资本为30.00亿元，实收资本29.50亿元，控股股东为渝富资产，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2017年12月31日，兴农担保股权结构如下图所示。

图3 截至2017年末兴农担保产权及控制关系图



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营间接融资担保业务、直接融资担保业务和非融资担保业务，目前仍以间接融资担保为主。2015-2017年，兴农担保分别实现营业总收入6.96亿元、6.36亿元和6.12亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的69.74%、66.05%和74.35%。2015-2017年，兴农担保当期担保发生额分别为142.17亿元、201.14亿元和289.72亿元，复合增长率为42.75%。2015-2017年，兴农担保当期解除担保责任额分别为131.21亿元、152.03亿元和156.76亿元，存量的银行融资担保解保速度逐步加快。2015-2017年兴农担保期末

在保余额分别为 202.21 亿元、251.23 亿元和 384.29 亿元，近三年复合增长率为 37.86%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至 2017 年 12 月 31 日，兴农担保资产总额为 223.73 亿元，所有者权益为 97.69 亿元，资产负债率为 56.34%；2017 年度，兴农担保实现营业总收入 6.12 亿元，利润总额 1.83 亿元，经营活动现金流净流出 4.74 亿元。截至 2017 年末，兴农担保期末在保责任余额 384.29 亿元，净资产放大倍数为 3.93，处于较低水平。

2015 年和 2016 年，宏观经济增速持续放缓导致中小企业经营压力加大，兴农担保担保业务面临的信用风险逐步上升。受此影响，兴农担保担保业务代偿风险逐步暴露，当期代偿金额有所增加。2017 年以来，为应对代偿风险加大的不利局面，兴农担保逐步调整贷款担保行业结构，退出潜在风险较大的建筑、房地产和采矿等行业项目，压缩贷款担保规模，并通过介入债券担保业务以及开展诉讼保全担保等非融资性担保业务，优化担保业务结构。2015-2017 年，兴农担保担保业务分别发生代偿 3.48 亿元、4.86 亿元和 2.95 亿元，当期担保代偿率分别为 2.65%、3.20% 和 1.88%；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，客户信用风险上升，截至 2017 年末，兴农担保累计担保代偿金额为 13.46 亿元，累计代偿回收率为 17.38%，代偿款仍面临较大的回收风险。

表18 2015-2017 年兴农担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入（万元）	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额（万元）	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60%	2.78%	5.23%
经营净现金流（万元）	-47,365.59	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	2,897,177.80	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：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能有效提升本期债券信用水平。

九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额合计为1.26亿元，占期末净资产的1.91%。公司对外担保的对象为政府单位，代偿风险相对较小。

表19 截至 2017 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	担保方式	担保到期日	是否有反担保
井冈山市社会保险事业管理局	6,600.00	信用担保	2020.11.9	否
井冈山市社会保险事业管理局	6,000.00	信用担保	2020.9.14	否
合计	12,600.00	-	-	-

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	37,087.10	54,101.37	8,363.99
应收账款	85,087.68	71,519.82	68,431.57
其他应收款	121,300.40	66,344.51	25,968.10
存货	547,086.83	546,515.57	530,516.68
其他流动资产	1,253.51	554.28	1,015.66
流动资产合计	791,815.52	739,035.56	634,295.99
长期股权投资	1,274.00	-	-
投资性房地产	82,363.27	84,462.73	86,692.45
固定资产	14.34	1.92	3.04
在建工程	1,076.22	-	-
无形资产	669.33	-	-
递延所得税资产	-	0.68	3.03
非流动资产合计	85,397.16	84,465.33	86,698.52
资产总计	877,212.68	823,500.89	720,994.52
短期借款	12,000.00	1,500.00	1,500.00
应付账款	5.76	-	-
预收款项	0.12	-	-
应付职工薪酬	12.30	-	-
应交税费	2,011.30	1,097.46	483.45
其他应付款	1.93	11.17	38.92
一年内到期的非流动负债	12,020.00	21,210.00	4,250.00
流动负债合计	26,051.42	23,818.63	6,272.37
长期借款	181,495.00	149,220.00	88,850.00
递延收益	8,558.38	7,952.47	671.01
非流动负债合计	190,053.38	157,172.47	89,521.01
负债合计	216,104.80	180,991.09	95,793.38
实收资本	5,000.00	5,000.00	5,000.00
资本公积	557,370.75	556,062.93	556,062.93
盈余公积	4,066.74	2,994.57	1,426.75
未分配利润	29,332.94	22,129.38	11,069.68
归属于母公司股东权益合计	595,770.43	586,186.87	573,559.35
少数股东权益	65,337.46	56,322.92	51,641.78
股东权益合计	661,107.88	642,509.80	625,201.13
负债和股东权益总计	877,212.68	823,500.89	720,994.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	62,116.32	72,344.24	49,693.21
减：营业成本	57,408.47	66,415.92	45,457.37
税金及附加	97.50	36.86	261.08
销售费用	2.03	-	-
管理费用	1,982.51	2,413.14	1,777.42
财务费用	5,194.63	1,396.12	1,014.69
资产减值损失	-14.85	-9.42	10.20
其他收益	14,289.09	-	-
二、营业利润(损失以“-”号填列)	11,735.13	2,091.63	1,172.46
加：营业外收入	0.23	14,389.55	1,728.99
减：营业外支出	4.00	1.50	2.60
三、利润总额(损失以“-”号填列)	11,731.35	16,479.67	2,898.85
减：所得税费用	347.67	571.01	549.84
四、净利润(损失以“-”号填列)	11,383.69	15,908.67	2,349.01
归属于母公司股东的净利润	8,275.73	12,627.52	2,044.91
少数股东损益	3,107.96	3,281.15	304.10

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	48,689.20	22,256.03	5,872.66
收到其他与经营活动有关的现金	28,103.96	34,085.29	19,879.71
经营活动现金流入小计	76,793.16	56,341.32	25,752.36
购买商品、接受劳务支付的现金	56,894.78	64,641.11	45,470.46
支付给职工以及为职工支付的现金	33.54	-	-
支付的各项税费	14.64	11.06	3,246.29
支付其他与经营活动有关的现金	70,706.35	15,762.60	9,964.71
经营活动现金流出小计	127,649.32	80,414.77	58,681.46
经营活动产生的现金流量净额	-50,856.16	-24,073.45	-32,929.10
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	676.94	-	-
投资支付的现金	1,274.00	-	-
投资活动现金流出小计	1,950.94	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-1,950.94	-	-
吸收投资收到的现金	7,214.00	1,400.00	-
取得借款收到的现金	63,970.00	122,880.00	42,300.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	20,000.00
筹资活动现金流入小计	71,184.00	124,280.00	62,300.00
偿还债务支付的现金	30,315.00	46,100.00	26,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,076.18	8,369.17	5,159.26
筹资活动现金流出小计	35,391.18	54,469.17	31,959.26
筹资活动产生的现金流量净额	35,792.82	69,810.83	30,340.74
现金及现金等价物净增加额	-17,014.28	45,737.38	-2,588.36
加：期初现金及现金等价物余额	54,101.37	8,363.99	10,952.35
期末现金及现金等价物余额	37,087.10	54,101.37	8,363.99

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	11,383.69	15,908.67	2,349.01
加：资产减值准备	-14.85	-9.42	10.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,232.79	2,230.84	1,531.36
无形资产摊销	1.85	-	-
财务费用	4,457.43	1,396.30	1,014.69
递延所得税资产减少	3.71	2.36	-2.55
存货的减少	3,255.77	-16,308.89	-13.10
经营性应收项目的减少	-35,735.62	-24,653.54	-41,676.89
经营性应付项目的增加	-36,440.93	-2,639.75	3,858.17
经营活动产生的现金流量净额	-50,856.16	-24,073.45	-32,929.10
现金的期末余额	37,087.10	54,101.37	8,363.99
减：现金的期初余额	54,101.37	8,363.99	10,952.35
现金及现金等价物净增加额	-17,014.28	45,737.38	-2,588.36

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	7.58%	8.19%	8.52%
收现比	0.78	0.31	0.12
有息负债（万元）	205,515.00	171,930.00	94,600.00
产权比率	32.69%	28.17%	15.32%
资产负债率	24.64%	21.98%	13.29%
流动比率	30.39	31.03	101.13
速动比率	9.39	8.08	16.55
EBITDA（万元）	19,256.76	20,178.04	5,416.62
EBITDA 利息保障倍数	2.19	3.28	1.04
有息债务/EBITDA	10.67	8.52	17.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日公司存货中土地资产明细（单位：平方米、万元）

序号	土地证号	土地坐落地	土地面积	账面价值	抵押
1	井国用（2013）第 CL414 号	井冈山市新城区	49,066.91	7,678.97	否
2	井国用（2013）第 CL415 号	井冈山市新城区	60,400.30	9,452.65	否
3	井国用（2013）第 CL416 号	井冈山市新城区	135,574.01	21,217.33	否
4	井国用（2012）第 CL647 号	井冈山市新城区 G-2	77,682.81	9,135.50	是
5	井国用（2012）第 CL648 号	井冈山市新城区 G-7	68,725.55	8,082.12	是
6	井国用（2013）第 CL408 号	井冈山市新城区	57,111.50	8,937.95	否
7	井国用（2012）第 CL814 号	井冈山市茨坪镇	262,513.33	90,855.86	否
8	井国用（2012）第 CL815 号	井冈山市茨坪镇	11,573.33	4,005.53	否
9	井国用（2012）第 CL816 号	井冈山市茨坪镇	25,906.67	8,966.30	否
10	井国用（2012）第 CL817 号	井冈山市茨坪镇	9,600.00	3,322.56	否
11	井国用（2013）第 CL1113 号	井冈山市新城区黄洋界大道	95,804.79	14,993.45	是
12	井国用（2013）第 CL1114 号	井冈山市罗浮江南	132,953.33	21,511.85	是
13	井国用（2013）第 CL1115 号	井冈山市茨坪	2,000.00	323.6	是
14	井国用（2013）第 CL1996 号	井冈山市茨坪镇	35,000.00	12,418.00	否
15	井国用（2013）第 CL1997 号	井冈山市茨坪镇	32,000.00	11,353.60	否
16	井国用（2013）第 CL1998 号	井冈山市茨坪镇	14,580.00	5,172.98	否
17	井国用（2013）第 CL1999 号	井冈山市茨坪镇	54,933.33	19,490.35	否
18	井国用（2013）第 CL2000 号	井冈山市茨坪镇	19,120.00	6,783.78	否
19	井国用（2014）第 CL1514 号	井冈山市茨坪镇	40,533.33	14,539.31	否
20	井国用（2014）第 CL1515 号	井冈山市茨坪镇	95,573.33	34,282.15	否
21	井国用（2014）第 CL1516 号	井冈山市茨坪镇	35,800.00	12,841.46	否
22	井国用（2014）第 CL1517 号	井冈山市茨坪镇	25,893.33	9,287.94	否
23	井国用（2014）第 CL1518 号	井冈山市茨坪镇	22,800.00	8,178.36	否
24	井国用（2014）第 CL1519 号	井冈山市茨坪镇	166,666.67	59,783.33	否
25	井国用（2015）第 CL1652 号	井冈山市古城镇	20,746.67	298.75	否
26	井国用（2015）第 CL1653 号	井冈山市古城镇	31,113.33	448.03	否
27	井国用（2015）第 CL1654 号	井冈山市茨坪镇	34,666.67	14,754.13	否
28	井国用（2015）第 CL1655 号	井冈山市茨坪镇	15,800.00	6,724.48	否
29	井国用（2015）第 CL1656 号	井冈山市茨坪镇	14,800.00	6,298.88	否
30	井国用（2015）第 CL1657 号	井冈山市茨坪镇	20,433.33	8,696.43	否
31	井国用（2015）第 CL1658 号	井冈山市茨坪镇	106,666.67	45,397.33	否
32	井国用（2015）第 CL1659 号	井冈山市茨坪镇	20,913.33	8,900.71	否
33	井国用（2015）第 CL1660 号	井冈山市古城镇	306,840.00	4,418.50	否

34	井国用（2015）第 CL1661 号	井冈山市新城区	68,713.33	10,918.55	否
	合计	-	2,172,505.85	509,470.73	-

资料来源：公司提供

附录六 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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	短期借款 +1 年内到期的非流动负债+长期借款

附录七 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。