

信用等级公告

联合〔2020〕1571号

联合资信评估有限公司通过对湖南洞庭资源控股集团有限公司及其拟发行的 2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南洞庭资源控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月十五日



2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

评级结果：

公司主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：8.50 亿元，其中基础发行额为 4.30 亿元，弹性配售额为 4.20 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付

发行目的：用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目以及补充营运资金

评级时间：2020 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”或“洞庭资源”）的评级反映了洞庭资源在砂石开采专营权、资源储备、政府支持等方面具备的竞争优势。2019 年，受益于股东注资，公司资本实力有所增强。同时，联合资信也关注到，公司砂石开采受环保政策及季节性因素影响较大，其他应收款和存货占用较多资金，债务规模快速增长，利润总额依赖政府补贴等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障程度尚可，EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程度较弱，但分期偿付可有效缓解偿付压力。

本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，兴农担保的担保能力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

未来，公司有望利用在湘阴县内砂石开采的垄断地位，进一步扩大砂石开采业务规模，公司营业收入有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力以及担保方担保能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

分析师：牛文婧 李晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. **政府支持力度大。**公司为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。2019年，受益于股东注资，公司资本实力有所增强。
2. **公司具有湘阴县砂石专营权，区域垄断优势明显。**公司具有湘阴县砂石专营权，2019年，在政府对砂石行业大力整顿下，砂石开采行业得到有效规范，同时公司的区域垄断优势也有望加强。
3. **本期债券具有增信措施。**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，兴农担保担保能力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. **砂石开采受环保政策及季节性因素影响较大。**公司砂石开采受季节性因素和环保政策因素影响较大，环保政策趋严会对砂石产量产生一定影响；由于湘江水量随季节变化及政府对河床的保护，砂石开采面临一定停工风险。
2. **公司其他应收款和存货对资金形成较大占用。**截至2019年底，公司存货为72.75亿元，其他应收款为22.64亿元，两者合计占资产总额的69.83%，资产流动性较弱。
3. **公司债务规模快速增长，债务负担明显上升，经营活动现金流规模较小，且存在一定的筹资压力。**截至2019年底，公司全部债务51.94亿元，较年初增长43.64%，全部债务资本化比率上升至41.10%。公司经营活动现金流规模较小，盈利能力一般。未来公司基础设施建设板块项目投资规模较大，存在一定筹资和资金垫付压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	1.21	5.56	5.19
资产总额（亿元）	90.99	107.11	136.61
所有者权益（亿元）	61.98	63.82	74.44
短期债务（亿元）	3.81	8.26	24.03
长期债务（亿元）	18.02	27.90	27.91
全部债务（亿元）	21.83	36.16	51.94
营业收入（亿元）	14.70	14.34	17.92
利润总额（亿元）	2.35	2.26	2.56
EBITDA（亿元）	4.41	4.81	6.46
经营性净现金流（亿元）	3.26	2.25	-10.76
营业利润率（%）	22.07	28.07	27.02
净资产收益率（%）	2.91	2.44	2.53
资产负债率（%）	31.88	40.42	45.51
全部债务资本化比率（%）	26.05	36.17	41.10
流动比率（%）	592.10	481.29	307.13
经营现金流流动负债比（%）	30.86	14.76	-31.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.75	1.96
全部债务/EBITDA（倍）	4.95	7.52	8.04

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	84.29	92.62	97.16
所有者权益（亿元）	51.62	51.68	58.83
全部债务（亿元）	19.43	30.74	22.52
营业收入（亿元）	5.90	5.13	5.91
利润总额（亿元）	0.65	0.08	0.05
资产负债率（%）	38.76	44.21	39.44
全部债务资本化比率（%）	27.35	37.30	27.68
流动比率（%）	346.24	390.14	387.46
经营现金流流动负债比（%）	19.08	21.32	30.91

注：公司提供了 2017—2019 年三年连审长期应付款中有息负债已计入长期债务；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/03/06	牛文婧、李晨	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为湘阴县农业开发投资有限责任公司，系 2009 年 3 月经湘阴县人民政府《关于成立湘阴县农业开发投资有限责任公司的批复》（湘阴政函〔2009〕14 号）批准，由湘阴县人民政府出资设立，初始注册资本为 0.30 亿元。历经湘阴县人民政府多次以货币出资及土地使用权方式增资，截至 2011 年 5 月，公司注册资本增至 1.40 亿元。2012 年 1 月，经湘阴县人民政府批准，公司更名为“湖南洞庭资源开发有限公司”。2012 年 7 月，经湘阴县人民政府《关于同意变更湖南洞庭资源开发有限公司股东和住所的决定》（湘阴政发〔2012〕14 号）批准，公司股东变更为湘阴县国有资产监督管理局。2017 年 3 月，经湘阴县国有资产监督管理局批准，公司更为现名。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 1.40 亿元，湘阴县国有资产监督管理局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，辅以城市供水及土地开发等。

截至 2019 年底，公司内设综合管理部、财务管理部、资本运营部、规划建设部、审计法务部和土地经营部六个职能部门，合并范围内包含 12 家子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 136.61 亿元，所有者权益 74.44 亿元（含少数股东权益 0.14 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 17.92 亿元，利润总额 2.56 亿元。

公司注册地址：湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧；法定代表人：姜彬。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）。本期债券计划发行规模为 8.50 亿元，其中基础发行额为 4.30 亿元，弹性配售额为 4.20 亿元。本期债券弹性配售选择权强制触发倍数将在《申购和配售办法说明》中进行约定，当发行时间截止后，如达到强制触发倍数的，应按照当期计划发行规模 8.50 亿元全额进行配售。当发行时间截止后，如未达到强制触发倍数的，应按照如下规则进行配售：

（1）申购总量未达到基础发行额的，按照承销协议约定的包销或代销条款履行责任，按照基础发行额 4.30 亿元进行配售。

（2）申购总量已达到基础发行额，且未达到当期计划发行规模的，不得使用弹性配售选择权，应按照基础发行额 4.30 亿元进行配售。

（3）申购总量已达到当期计划发行规模，且未达到强制触发倍数的，公司可根据授权文件并与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照当期计划发行规模 8.50 亿元全额进行配售；如不启动弹性配售，应按照基础发行额 4.30 亿元进行配售。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，票面利率为 Shibor 基准利率加上基本利差，Shibor 基准利率为本期债券申购和配售办法说明公告日前五个工作日一年期上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。

本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

募集资金用途方面，如未行使弹性配售选

择权，则本期债券发行规模为4.30亿元，其中3.096亿元用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目，1.204亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为8.50亿元，其中6.12亿元用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目，2.38亿元用于补充营运资金。

本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 募投项目概况

募投项目为湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目。建设内容主要包括管廊主体工程、消防系统、通风系统、电气系统、监控与报警系统、通信系统、排水系统、管廊支架及吊装设备、预埋套管及标志等附属设施；共涉及滨江路等9条道路，地下综合管廊总长度20.724km，其中支线管廊14.212km，干线管廊6.512km。其中：（1）支线综合管

廊6条，分布于滨江路（东湖南路—洋沙湖大道）、南泉路（东湖南路—洋沙湖大道）、福源路（文襄路—洞庭大道）、泽泉路（文襄路—洞庭大道）、文襄路（滨江路—长湘路）和兴湘路（洋沙湖大道—长湘路），长度14.212km，断面尺寸4.8×2.4m，单仓布置，容纳的管线包括给水、中水、污水、电力、通信5类。（2）干线综合管廊3条，分布于长湘路（文襄路—洞庭大道）、东湖南路（滨江路—洋沙湖大道）和洋沙湖大道（滨江路—东湖南路），长度6.512km，断面尺寸（4.8+2.7）×3m，设置2舱，容纳的管线包括给水、中水、污水、电力、通信、燃气6类。

项目总投资估算130095.97万元。根据《湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，项目建设工期24个月，起止时间为2019年1月—2021年1月。

募投项目符合国家产业政策导向，目前已获得项目选址、用地预审、环境影响报告等批复。

表1 募投项目批复情况

批准文件名称	批准文件文号	发文机关	发文日期
湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目选址意见书	选字第 Z2017-6004 号	湘阴县城乡规划局	2017 年 8 月 18 日
关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设工程用地的回复	湘阴国土资函〔2017〕34 号	湘阴县国土资源局	2017 年 8 月 25 日
关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目环境影响报告表的批复	湘阴环评批〔2017〕57 号	湘阴县环境保护局	2017 年 9 月 6 日
固定资产投资节能登记表	湘阴发改能备〔2017〕68 号	湘阴县发展和改革委员会	2017 年 11 月 23 日
关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告的批复	湘阴发改〔2017〕152 号	湘阴县发展和改革委员会	2017 年 12 月 19 日

资料来源：公司提供

3. 募投项目现金流预测

本期债券的偿付资金来源为公司募投项目收入和日常经营所产生的现金流。

按照国务院办公厅《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》（国办发〔2015〕61号）、国家发展改革委、住房和城乡建设部《关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》（发改价格〔2015〕2754号）要求，

同时借鉴国内其他城市做法，入廊费收费标准以综合管廊直埋成本总价分 13 年等额支付，根据同类项目运营费用现状，并结合湘阴县实际情况，对进驻综合管廊的管线单位收取日常维护费。

根据具有甲级资质的北京市宾克工程咨询股份有限公司编制的《湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，湘

阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目计算期 15 年，第 3~15 年为项目运营期，该募投项目收入主要来源于入廊费及管廊维护费。在项目计算期内预计总收入 160008.81 万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净收益为 150135.70 万元；在本期债券存续期内

预计总收入 61541.85 万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净收益为 57744.50 万元，为本期债券发行额度 8.50 亿元的 0.68 倍。募投项目净收益对本期债券的保障能力较弱。

表 2 本期债券存续期内项目收益预测（单位：万元）

序号	项目	债券存续期							合计
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
1	项目收入	-	-	12308.37	12308.37	12308.37	12308.37	12308.37	61541.85
1.1	入廊费	-	-	11379.82	11379.82	11379.82	11379.82	11379.82	56899.10
1.2	日常维护费	-	-	928.55	928.55	928.55	928.55	928.55	4642.75
2	运营成本	-	-	672.04	672.04	672.04	672.04	672.04	3360.20
2.1	工资及福利费用	-	-	146.25	146.25	146.25	146.25	146.25	731.25
2.2	修理检测费	-	-	107.23	107.23	107.23	107.23	107.23	536.15
2.3	电费	-	-	295.48	295.48	295.48	295.48	295.48	1477.4
2.4	管理及其他费用	-	-	123.08	123.08	123.08	123.08	123.08	123.08
3	税金及附加	-	-	87.43	87.43	87.43	87.43	87.43	437.15
4	净收益	-	-	11548.90	11548.90	11548.90	11548.90	11548.90	57744.50

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经

济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7

CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速

较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入

190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下

调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重

的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，其中砂石销售为公司营业收入的主要来源。另外，公司主要业务位于湘阴县，与湘阴县区域经济发展情况关系密切。

1. 砂石开采行业

2019 年，中国砂石行业结构不断调整，发展逐步精细化，受行业整顿影响，大部分砂石矿山处于调整或整合状态，砂石价格大幅上升。随着城市用地规模的扩大和基础设施建设的全面铺开，砂石销售行业具有较好的发展前景。

砂石俗称建筑用骨料，在建材和交通业又称集料，是天然石在自然状态下，经水的作用力长时间反复冲撞、摩擦产生的，它主要用于工程基础设施建设、混凝土、砂浆和相应制品。砂石是建筑、填海造滩不可缺少的材料，属大宗建材贸易，是典型的资源型产品。

从供给方面看，由于 2014 年以来，各地政府对规模以下企业和涉及无证开采、乱采乱挖、盗采等加大了整顿力度，实施关、停、并转、兼并重组等措施，砂石矿山数量逐年下降，砂石矿山平均规模不断上升。2018 年，全国在

册砂石矿山数量为 17244 家，其中绝大部分生产规模是在百万吨级别以下，且少于 30 万吨规模的居多。2019 年，随着相关政府部门对砂石规范生产整顿力度的加强，现有砂石生产点 70% 以上处于调整或整合状态，砂石矿山数量进一步下降。从砂石供给辐射面来看，主要以区域性短线供给为主，以跨区域长线输送为辅，这也是建设砂石最明显的特征之一，现行砂石场主要围绕省会城市、地级市、县城等经济聚集区 100 公里范围之内，另外沿江沿海骨料矿山资源丰富的地区也是砂石场集中分布的地带，这种现象决定于砂石先天性特征，因此未来在布局形式上不会发生太大的变动，而生产个体则会实现由小到大的根本性转换。从砂石产品供给来源来看，主要为机制砂石和天然砂石（海砂较少，且被限制使用），而国内机制砂石的市场份额占比将近 70%，并且随着天然砂石日益枯竭，河道生态保护进一步加强等主客观限制性因素变化，预计这一比例还会继续上升。

从需求方面来看，2019 年，在基建补短板、地方政府投资加速落地等因素推动下，中国砂石骨料总消费量超过 200 亿吨，是目前开采量最大的矿产资源，年直接及间接产值过万亿元。从消费区域来看，经济发达或经济增速较快、人口众多的区域砂石骨料消费量较高，年消费量超过 10 亿吨的省份包括江苏、河南、山东、广东和四川等，泛长三角、长江中游集群、成渝集群、中原集群、珠三角、京津冀、关中集群七大板块集聚了中国砂石骨料市场消费量的六成以上。从砂石骨料的来源看，机制砂的消费量及逐年快速增长，机制砂占砂石骨料总消费量的比例快速提升，2019 年砂石骨料总消费量中超过八成来自机制砂。中国人口基数大、经济体量大且增速仍较高，预计 2020—2030 年间中国砂石骨料年需求量将达到 250 亿吨的高位后平稳运行。

近年来，在基础建设活动的拉动和政府对于砂石行业大力整顿规范下，造成了河砂供不应

求的局面，因此砂石骨料价格总体呈上涨趋势。近年来，绝大部分地区砂石的价格从 10~20 元/吨的单价升至 40~50 元/吨的价位，甚至部分地区砂石离岸价格高达 70~80 元/吨，砂石骨料的价格上涨趋势明显。

2. 基础设施建设

2019 年，随着融资平台公司政府融资职能剥离，城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是基础设施建设的重要载体。2019 年，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2019 年底，中国城镇化率为 60.60%，较 2018 年提高 1.02 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国

家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。

3. 区域经济情况

2019 年湘阴县经济保持平稳增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

公司地处湘阴县，位于湖南省东北部，居湘资两水尾闾、南洞庭湖滨。

根据《湘阴县 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年湘阴县完成公共财政预算收入 17.43 亿元，同比增长 10.67%，其中税收收入 7.20 亿元，税收占财政总收入的比重为 41.30%。地方公共财政一般预算收入 11.60 亿元，同比增长 11.00%。全县财政一般公共总支出 48.00 亿元，同比增长 4.00%，其中一般公共服务支出 4.90 亿元；农林水事务支出 11.90 亿元；社会保障和就业支出 6.50 亿元；医疗与计划生育支出 5.60 亿元。2019 年湘阴县完成地区生产总值 333.32 亿元，同比增长 7.40%。其中，第一产业增加值 58.72 亿元，同比增长 2.90%；第二产业增加值 133.33 亿元，同比增长 7.10%；第三产业增加值 141.27，同比增长 9.20%。一、二、三产业分别拉动 GDP 增长 0.50、3.00 和 3.90 个百分点，第三产业对 GDP 增长的贡献率分别为 6.80%、41.00%、52.20%，三次产业结构比为 17.60: 40.00: 42.40。同比上年度，第一产业所占比重提升 1.40 个百分点，第二产业比重下降 0.90 个百分点，第三产业比重下降 0.50 个百分点。按常住人口计算，人均 GDP 达到 46894 元，同比增长 9.60%。

2019 年，全县固定资产投资项目 253 个，完成固定资产投资 138.92 亿元，其中 5000 万元以上固定资产投资项目 67 个，完成固定资产投资 69.78 亿元，占全县投资总额比重 50%。工业投资项目 83 个，完成固定资产投资 52.10 亿元，占全县投资总额比重 35.10%，其中技改项目 34 个，完成固定资产投资 21.40 亿元，占全县投资总额 13.30%。2019 年，全年招商引资引进各类项目 45 个，其中 5000 万元以上项

目 25 个，亿元以上项目 19 个。引进内资 525.42 亿元，实际到位内资 79.22 亿元；引进外资 25000 万美元，实际到位外资 4369.36 万美元。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司注册资本为 1.40 亿元，湘阴县国有资产监督管理局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司砂石开采业务在湘阴县具有行业垄断优势，且销售网络便利。

公司是由湘阴县国有资产监督管理局履行出资人职责的国有独资公司，主要职能是负责湘阴县内的水域资源综合开发运营，是湘阴县内重要的砂石销售、水利等基础设施建设主体。湘阴县是湖南省砂石资源最为丰富的地区之一，全县砂石可采储量约为 3 亿吨，按照湖南省统一规划年度控采量为 1860.00 万吨，是长株潭重要的砂石供应基地，资源优势显著。公司拥有湘阴县砂石专营权，可在湖南省统一规划控采量内进行砂石开采销售活动，在湘阴县砂石销售市场形成垄断局面。同时，凭借便捷的水路运输条件，公司砂石销售已形成较为完善的销售网络，公司可将砂石销往湘江上下游城市及长江中下游的沿江城市，销售市场领域得以延展。

3. 人员素质

公司高级管理人员工作经验丰富，企业经营管理水平较高，能够满足公司业务运作的需要。

公司现有管理层均具备从事相关业务的工作经历，具有较为丰富的行业经验。截至目前，公司共有董事 7 人，监事 5 人，高级管理人员 5 人。

公司董事长廖小虎先生，1975 年 6 月出生，汉族，在职研究生。廖小虎先生历任湘阴县杨

林寨团委书记、秘书、党委委员、副乡长、副书记、人大常委，湘阴县铁角嘴镇党委副书记、镇长，湘阴县岭北镇党委副书记兼躲风亭办事处总支书记、主任，湘滨镇党委副书记、镇长，湘滨镇党委书记，湘阴县金龙新区党组书记；现任公司董事长。

公司董事、总经理、法定代表人姜彬先生，1971年11月出生，汉族，本科学历。姜彬先生历任湘阴县三塘镇三塘中学教师，湘阴县帮扶办副主任，湘阴县政府经研室主任，湘阴县政府两型办主任；现任公司董事、总经理。

公司董事、副总经理吴常龙先生，1974年9月出生，汉族，大专学历。吴常龙先生历任湘阴县政府长湘公路指挥部职员，湘阴县城市建设投资有限责任公司办公室主任，湘阴县城市建设投资有限责任公司党组成员、机关书记，湘阴县城市建设投资有限责任公司党组成员、纪检组长；现任公司董事、副总经理。

公司董事、副总经理陶建康先生，1968年8月出生，汉族，本科学历。陶建康先生历任鄂劳15支队四中队干警，洞庭围镇副镇长，杨林寨乡副乡长，文星镇副镇长，静河乡人大主席，湘阴县城市建设投资有限责任公司工会主席；现任公司董事、副总经理，兼任湘阴县城北新区投资开发有限公司董事长、总经理以及湘阴县神舟城区道路建设投资有限公司董事。

公司副总经理张治政先生，1978年9月出生，汉族，在职研究生。张治政先生历任长仑地区水管会职员，湘阴县燎原水库职员；现任公司副总经理。

公司财务总监廖金华先生，1960年9月出生，汉族，本科学历。廖金华先生历任民新乡政府秘书，杨林寨财政所所长，城南区财政办事处主任，湘阴县财政局办公室主任，湘阴县教育局纪委书记；现任公司财务总监，兼任县财政局纪检组长。

截至2019年底，公司在职员工共300人。

4. 政府支持

公司作为湘阴县政府下属企业，能够获得当地政府资产划拨、业务经营和财政补贴等方面的有力支持。

公司为湘阴县重要的国有资产、水域综合运营开发及公用事业等的运营主体，为提升公司资本实力，增强主营业务的可持续性，湘阴县人民政府及相关部门多次向公司划拨资产，包括砂石开采权、芦苇收费权、土地使用权等。同时，湘阴县人民政府授权公司承担了大量基础设施代建项目，从而确保公司储备的项目资源充足。

近年来，公司持续获得政府补助，2017—2019年，公司分别收到政府补助资金1.37亿元、1.34亿元和2.47亿元。

六、管理分析

公司法人治理结构和内部控制制度较为完善，管理风险较低。

1. 法人治理结构

根据《公司法》及其他法律法规的规定，公司制定了《公司章程》，设立了董事会、监事会及经营管理层。

湘阴县国有资产监督管理局作为出资人履行对公司监督管理职责。

公司董事会为经营管理的最高决策机构。董事会由7名董事组成，设董事长1人。董事会成员由出资人委派或更换，董事会成员设有公司职工代表，由职工代表大会选举产生。董事会每届任期三年，任期届满，可连选连任。董事会对出资人负责，董事会根据出资人的授权，可以决定公司重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券必须由出资人决定；其中，重要的国有独资公司合并、分立、解散、申请破产的，应由出资人审核后，报本级人民政府批准。

公司监事会由5名监事组成，设监事会主席一名。监事、监事会主席由出资人委派、指

定或者更换。监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，由公司通过职工代表大会选举产生。监事任期每届为三年，监事任期届满，连选可以连任。公司董事、总经理、财务负责人不得兼任监事。监事不得兼任公司副总经理。

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、副总经理若干名，任期三年。总理由董事长提名，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。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了较为完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系和业务流程。

财务管理方面，为规范公司的财务会计行为，加强财务管理，确保资金安全及预防腐败，确保国有资产的保值增值，根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《会计电算化管理办法》《会计基础工作规范》《内部会计控制规范》等国家有关法律、法规及省市有关主管部门文件规定，结合实际情况，公司制订了《预算管理制度》《融资管理制度》《费用管理暂行办法》《差旅费管理暂行办法》等，在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理等职责相互分离、相互制约。

审计管理方面，公司依照国家法律、法规，制定了《合同管理办法》《内部审计制度》《内部审计人员行为规范》，设立专门负责风险控制的部门，独立行使内部审计监督权，围绕公司经营管理工作中心，确定审计工作重点，编制审计计划。

关联交易管理方面，公司根据《公司章程》的有关规定对公司管理交易进行严格管理，公司各职能部门在总经理办公会的领导下按其职能分工，落实对关联交易的各项管理。

人力资源管理方面，公司按照国家相关法

律、法规，维护劳动者的合法权益，制定《劳动合同管理暂行办法》《招聘管理暂行办法》《绩效管理暂行办法》《考勤及请假管理办法》等制度。公司实行全员聘用劳动合同制，员工一律由公司按全员聘用合同制管理规定进行聘用，签订劳动合同。职工按照劳动合同规定，享受权利、承担义务。公司有权决定招聘和辞退经营管理人员和职工。公司按照国家法律、法规的规定，参加社会保险，为职工办理各项社会保险手续。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，辅以城市供水及土地开发等。2019年，受益于砂石产销量增加以及土地开发收入大幅增长，公司收入规模有所增长；公司综合毛利率略有上升。

从收入规模及构成来看，2017—2019年，公司主营业务收入波动增长，三年分别为14.31亿元、14.06亿元和17.68亿元。分板块看，2017—2019年，公司砂石销售收入波动下降。其中，2018年收入下降主要是受湖南特大暴雨及环保督查影响，砂石产量减少所致；2019年收入增长主要系砂石开采量增长所致。2017—2019年砂石销售收入占比分别为55.20%、44.71%和41.50%，呈下降趋势，但仍为公司最主要的收入来源。2017—2019年，公司基础设施建设板块波动增长，主要受项目完工和审定进度影响所致。2018年公司开始涉足土地一级开发业务，2019年土地开发收入4.12亿元，同比增长87.27%，主要系开发出让的土地指标有所增加所致。2019年，公司主营业务新增广告及门票收入板块，芦苇经营和酒店经营不再纳入公司主营业务范围，这几项业务收入规模不大，对公司整体经营影响大。

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率保持增长，三年分别为23.38%、28.74%

和 29.03%。其中，砂石销售业务毛利率逐年上升，2018 年大幅上升主要系砂石销售价格上涨所致；公司基础设施建设业务的利润主要是政

府按一定比例向公司支付的代建管理费，毛利率维持在 16.67%；土地开发业务毛利率较高，2019 年为 40.26%。

表 4 2017—2019 年公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
砂石销售	7.90	55.20	27.44	6.29	44.71	35.24	7.34	41.50	36.05
基础设施建设	5.62	39.30	16.67	5.00	35.44	16.67	5.91	33.44	16.67
芦苇经营	0.26	1.82	100.00	0.13	0.92	100.00	--	--	--
酒店经营	0.26	1.79	33.14	0.16	1.14	34.63	--	--	--
城市供水	0.27	1.89	-38.53	0.29	2.06	-62.77	0.31	1.74	-49.06
土地开发收入	--	--	--	2.20	15.64	44.84	4.12	23.27	40.26
广告及门票收入	--	--	--	--	--	--	0.01	0.04	-86.26
合计	14.31	100.00	23.38	14.06	100.00	28.74	17.68	100.00	29.03

资料来源：公司提供

2. 砂石销售

公司砂石开采业务具有区域专营权，但开采规模受自然因素和环保督察影响较大。同时，近年来砂石销售均价受供需情况及政府管控影响波动较大，砂石销售收入有所波动。

公司为湘阴县政府指定的唯一砂石运营商，拥有湘阴县砂石专营权，负责采砂环境综合治理。

公司砂石开采及销售业务经营主体为子公司湘阴县湘资砂石资源有限公司（以下简称“湘资砂石”），主要产品为砂石（包含砂石、卵石及砾石），业务模式为公司根据市场行情及客户需求初步确定采购量或开采量、砂石价格和运输方式，然后通过采购或安排采砂船开采砂石销售给客户，按照市场价格进行结算。

2016 年初，在上级政府的批准下，根据县政府办公室出具的《关于河道砂石开采工作等有关问题的县长办公会议纪要》，湘阴县政府授权湘资砂石代表县政府负责全县砂石开采经营活动，并与湘资砂石签署了砂石开采委托合同，湘资砂石自行开采洞庭湖采区砂石并对外销售。同时，公司受湘阴县水务局委托负责湘江湘阴段河湖疏浚及开发利用工程，在河湖疏浚开发过程中产生的部分砂石，也由湘资砂

石统一对外销售。

2017—2019 年，公司砂石开采规模波动下降。其中，2018 年受特大暴雨及环保督查影响，公司砂石开采规模大幅下降；2019 年公司收到政府对砂石开采批复后加大开采力度，开采规模同比大幅增长。根据 2019 年 3 月和 2019 年 5 月公示的《湖南省湘资沅澧干流及洞庭湖河道采砂规划（2019—2022 年）》和《湖南省水利厅关于下达 2019 年度省管河道采砂计划的通知》（湘水发〔2019〕8 号），公司已取得 2019—2022 年在新洲湖采区、斗米咀采区、湘资村采区、易婆塘采区共计 4 个采区的采砂权，2019 年初曾由于环保政策原因暂停开采，后于 2019 年 8 月初恢复开采。

公司砂石开采成本主要为向民营采砂船支付的采砂费以及每年向政府支付的砂石资源费¹。2017—2019 年，公司砂石开采成本波动增长，主要受砂石市场行情影响大，销售价格传导所致。

¹公司在砂石采区进行砂石开采销售活动时，需向县政府支付 6 元/吨的基准砂石资源费；当砂石售价减去支付采砂船的采砂费及基准砂石资源费后，毛利润在 25 元/吨（含 25 元/吨）以下时，县政府与公司按砂石销售毛利润采取 3:7 的比例进行分成；当毛利润在 25 元/吨以上时，超过 25 元/吨的部分，县政府与公司另行约定比例进行分成。

表 5 2017—2019 年公司砂石产销情况
(单位: 万吨、元/吨、万元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
砂石开采规模	1218.32	380.45	614.48
砂石开采成本单价	47.03	107.04	76.37
其中: 采砂船采砂费	27.64	48.35	30.08
砂石资源费	19.13	58.69	46.29
砂石销售量	1218.32	380.45	614.48
销售均价	66.68	170.24	119.42
销售总额	81237.58	64767.81	73381.51

注: 1. 2017—2018 年销售总额包括县政府分成部分, 因此与公司该板块销售收入存在差异。公司在砂石采区进行砂石开采销售活动时, 与县政府的权益分配机制为: 基数包干、分段计价、超收分成; 2. 公司开采规模包括河湖疏浚部分

资料来源: 公司提供

公司销售的砂石约有 70%最终运往湘江及长江沿岸城市, 25%的砂石经株洲转销其周边城市, 剩下 5%左右的砂石满足湘阴县本地需求。湘阴县距离长沙市区约 40 公里, 主要通过水路及陆路两种运输方式运送砂石, 交通较为便利, 公司在运输成本控制方面具有一定优势。公司砂石销售主要采取批发销售的形式, 下游客户主要为拥有或租赁砂石运输船的个人和企业等中间商为主, 仅少部分直接销售给临近区域内的建筑商等终端客户, 公司与下游客户的结算主要采取现金支付的方式。

近年来, 公司砂石产销率维持在 100%。价格方面, 2017—2019 年, 公司砂石销售均价波动较大, 分别为 66.68 元/吨、170.24 元/吨和 119.42 元/吨。其中, 2018 年销售均价大幅增长主要系受下游需求增长以及供给减少影响; 2019 年销售均价有所下降主要系政府结合本地民生需要, 管控砂石价格所致。

公司砂石开采业务受季节性变化影响较大, 每年 6 月至 7 月为防汛期, 同时政府对湘江湘阴段水域有保护河床的要求, 公司砂石开采每年有一定的季节性停工风险。

3. 基础设施建设

公司基础设施建设项目利润水平稳定, 但在建项目投资规模较大, 垫资压力较大。

在基础设施建设方面, 公司根据县政府及有关部门的安排和指导进行投资建设, 根据项目完工情况, 县政府委托湘阴县基建预决算评审办公室对公司承担的基础设施项目进行决算审定, 依据投资审定金额向公司支付工程造价成本, 并按一定比例向公司支付代建管理费, 以保障其合理的利润, 双方根据审定的工程造价成本和项目建设情况协商确定工程造价成本尾款拨付方案及代建管理费支付方案, 在 5 年内完成支付。近年来, 公司先后承建了白水江水域综合治理项目、东湖生态环境综合治理项目、保障房配套设施项目。2019 年, 公司基础设施建设业务实现收入 5.91 亿元, 主要为白水江水域综合治理项目回款确认收入。公司基础设施建设项目具有规模大、收益滞后的特点, 收入主要依赖于湘阴县政府财政实力, 而湘阴县财政收入规模偏小, 目前结算和回款效率较低, 如果代建项目回收不及时, 将对工程进度和公司经营发展造成一定影响。

截至 2019 年底, 保障房配套设施项目计划投资 0.87 亿元, 已投资 0.31 亿元, 尚未收到回款; 白水江水域综合开发项目和东湖生态环境治理项目两个水域综合开发项目尚需投资 10.24 亿元, 公司垫资压力较大。

表 6 截至 2019 年底公司基础设施建设主要项目的运营情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
白水江水域综合开发项目	34.19	31.32	12.42	11.91
东湖生态环境治理	15.38	8.01	5.67	5.43
保障房配套设施项目	0.87	0.31	--	--
合计	50.44	39.64	18.09	17.34

资料来源: 公司提供

4. 土地开发业务

2018 年公司新增土地开发业务，近两年收入规模快速增长，毛利率水平较高，对公司收入和利润形成良好补充。

公司土地开发业务主要由 2018 年新成立的下属子公司湘阴振乡农村建设投资有限公司（以下简称“振乡公司”）运营，其主要负责对湘阴县农村土地进行综合整理和开发。根据《湘阴县人民政府县长办公会议纪要》（第 35 次），县政府授权振乡公司作为业主单位，具体负责全县农村土地综合整治和农村“空心房”整治后宅基地综合利用的投资与开发，同时振乡公司享有湘阴县范围内全部开发的耕地占补平衡和城乡建设用地增减挂钩节余指标出让权利，拥有对全县耕地占补平衡和城乡建设用地增减挂钩节余指标的交易收益权。根据《湘阴县人民政府办公室关于印发<湘阴县农村土地综合整治与开发项目实施工作方案>的通知》（湘阴政办发〔2018〕44 号）和《湘阴县土地综合整治节余指标交易管理办法（试行）》（湘阴政办发〔2018〕45 号）等文件的要求，全县“空心房”整治后节余的土地指标和耕地占补平衡节余指标通过市场交易平台向有用地需求的单位有偿转让，节余指标的交易收益全额进入县财政局，由县财政局拨付给公司。公司根据县财政局出具的相关文件确认收入，并将项目建设支出的工程款等确认为成本。

截至 2019 年底，公司节余指标总计 14000 亩，已对外出售指标 3000 亩，库存指标 11000 亩。2019 年，该板块实现营业收入 4.12 亿元，较上年增长 87.27%；毛利率水平较高，为 40.26%；回款情况良好。

5. 其他业务

2019 年，公司新增广告及门票业务，酒店经营和芦苇经营不再纳入公司主营业务板块；在供水量上升的拉动下，城市供水收入略有增长，毛利率有所提升。

城市供水

公司城市供水业务经营主体为子公司湘阴县自来水公司，主要为县城城区及服务范围内的企业及居民提供生产、生活用水及供水管道铺设、维修，水表安装、维护等服务。2018 年 6 月，湘阴县发展和改革局发布《关于调整我县城区供水价格及供水征收费的批复》（湘发改价函〔2018〕17 号），维持居民生活用水价格 2.90 元/吨不变，将非居民生活用水由 3.93 元/吨下调至 3.08 元/吨，特种行业用水由 9.05 元/吨下调至 8.20 元/吨。2019 年，随着供水量的上升，公司城市供水业务实现营业收入 0.31 亿元，较上年略有增长。公司供水业务为民生工程，近年来毛利率持续为负，2019 年受供水结构调整导致公司供水均价稳中有升，公司毛利率有所好转，由上年的 -62.77% 提高至 -49.06%。

广告及门票

公司广告业务主要由全资子公司湘阴电广文化传媒有限责任公司（以下简称“电广传媒”）负责，电广传媒成立于 2019 年 8 月 7 日，注册资本 200.00 万元。截至 2019 年底，电广传媒总资产为 33.69 万元，净资产为 2.53 万元。2019 年，公司实现广告及门票收入 0.01 亿元。

6. 经营效率

公司经营效率一般。

从经营效率来看，2017—2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数整体呈下降趋势，总资产周转次数变动不大，上述指标三年加权均值分别为 5.23 次、0.22 次和 0.15 次，其中 2019 年底分别为 4.61 次、0.21 次和 0.15 次。

7. 未来发展

公司未来发展规划与目前主业关联性强，有助于进一步扩大公司的业务规模及发挥板块联动效应，提升综合竞争力。

公司作为湘阴县最重要水域资源的投资、开发和经营主体，按照湘阴县经济发展要求，其发展战略目标是成为区域性航运物流资源、

水资源、砂石资源、造纸资源、水产养殖资源、土地资源、湿地资源和农产品资源的综合性开发运营商，将公司打造为环洞庭湖生态经济圈规模最大的综合性资源运营商。

公司将采取“水上（航运业）、水中（养殖业）、水下（采砂、河道治理）”立体发展战略，把各个资源点的优势发展成综合性的资源协同优势。五年内计划完成荷叶湖综合开发治理项目、洋沙湖生态综合治理项目；进一步巩固砂石销售，增加砂石业务收益。积极发展旅游板块，开发包括青山岛、鹅形山、樟树港古镇和左宗棠故居等特色景点，建设特色小镇，开拓新的利润增长点。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2017—2019 年三年连审财务报告经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 12 家，其中 2019 年公司新设全资子公司电广传媒和湖南省南洞庭砂石经营有限公司，无偿划出湘阴县精准扶贫开发投资有限公司。公司 2019 年主营业务变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 136.61 亿元，所有者权益 74.44 亿元（含少数股东权益 0.14 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 17.92 亿元，利润总额 2.56 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中存货、其他应收款占比高，对资金形成了较大占用；非流动资产主要为固定资产及无形资产，整体资产质量一般，流动性较弱。

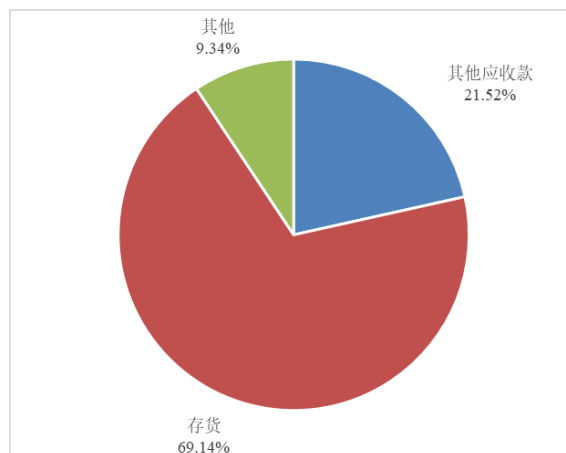
2017—2019 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 22.63%。截至 2019 年底，公司

资产总额为 136.61 亿元，较年初增长 27.54%，主要系流动资产增长所致。从资产结构来看，公司流动资产占比为 77.03%，非流动资产占比为 22.97%，以流动资产为主。非流动资产占比较年初下降 8.61 个百分点。

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年复合增长 27.77%。截至 2019 年底，公司流动资产合计 105.22 亿元，较年初增长 43.59%，主要系其他应收款和存货增长所致。从流动资产构成看，截至 2019 年底，公司流动资产主要由其他应收款（占 21.52%）和存货（占 69.14%）构成。

图 1 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 106.78%。截至 2019 年底，公司货币资金 5.19 亿元，较年初下降 6.72%。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中受限货币资金 2.85 亿元，为保证金，受限比例较高。

2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 66.94%。截至 2019 年底，公司其他应收款 22.64 亿元，较年初增长 44.35%，主要系公司与政府及国有公司往来款增加所致。公司其他应收款主要由政府及国有公司往来款（期末账面价值 18.53 亿元）、非关联方往来款（期末账面价值 5.03 亿元）、保证金及押金（期末账面价值 0.17 亿元）和往来借款（期末

账面价值 0.15 亿元) 构成。公司其他应收款全部按照账龄分析法计提坏账准备。其中 1 年以内的其他应收款余额占其他应收款余额的 80.09%, 1~2 年的占 5.79%, 2~3 年的占 6.97%, 3 年以上的占 7.15%, 账龄以 1 年以内的为主。公司其他应收款累计计提坏账准备 1.24 亿元, 计提比例为 5.18%。从欠款单位来看, 其他应收款期末金额前五名共占其他应收款期末余额的 62.74%, 欠款客户集中程度较高。考虑到欠款方均为地方政府下辖企业, 其他应收款回收风险较低。

表7 截至2019年底公司其他应收款前五名明细

单位名称	是否为关联方	款项性质	余额(万元)	账龄	占比(%)
湘阴县城北新区投资开发有限公司	否	往来款	44558.73	1年以内	18.66
湖南大成砂石有限公司	否	往来款	33553.60	1年以内	14.05
湘阴县城市建设投资有限责任公司	否	往来款	25118.51	1年以内	12.59
			4945.12	1-2年	
湘阴县国土储备中心	否	往来款	23645.72	1年以内	9.90
湘阴工业园区财税分局	否	往来款	18003.17	1年以内	7.54
合计	--	--	149824.85		62.74

资料来源: 公司财务报告

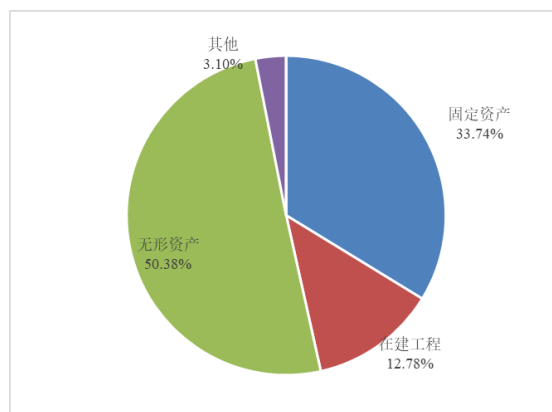
2017—2019 年, 公司存货规模波动增长, 年均复合增长 17.85%。截至 2019 年底, 公司存货合计 72.75 亿元, 较年初增长 50.30%, 主要系待开发土地和砂石开采资源费增长所致。公司存货主要为白水江水域综合开发成本 20.97 亿元、待开发土地 36.86 亿元、砂石开采资源费 11.37 亿元和东湖生态环境治理成本 3.21 亿元, 公司未对存货计提跌价准备。公司存货的流动性较弱。

非流动资产

2017—2019 年, 公司非流动资产波动增长, 年均复合增长 8.75%。截至 2019 年底, 公司非流动资产 31.38 亿元, 较年初下降 7.22%, 主要系无形资产和其他非流动资产减少所致。公司非流动资产主要由固定资产(占 33.74%)、在建工程(占 12.78%)和无形资产(占 50.38%)

构成。

图2 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司财务报告

2017—2019 年, 公司固定资产波动增长, 年均复合增长 12.57%。截至 2019 年底, 公司固定资产账面价值为 10.59 亿元, 较年初增长 27.74%, 主要系政府新增注入房产所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物。截至 2019 年底, 公司固定资产累计折旧合计 1.58 亿元, 固定资产成新率为 87.09%, 成新率较高。

截至 2019 年底, 公司新增在建工程 4.01 亿元, 主要由东湖生态新城地下综合管廊(2.75 亿元)和码头集散中心(1.00 亿元)构成。

2017—2019 年, 公司无形资产逐年下降, 年均复合下降 3.07%。截至 2019 年底, 公司无形资产 15.81 亿元, 较年初下降 3.04%。公司无形资产主要为土地使用权(占 92.60%)及芦苇经营权(占 7.40%), 无形资产累计摊销额为 3.26 亿元, 公司未对无形资产计提减值准备。

2017—2019 年, 公司其他非流动资产波动较大, 三年分别为 0.10 亿元、7.68 亿元和 0.20 亿元。其中, 2018 年大幅增长主要系增加预付土地款 7.61 亿元, 由于公司已签订购买土地协议, 但办理权证的手续尚未完成, 故入账至其他非流动资产科目核算, 2019 年公司预付土地款完成结转, 其他非流动资产金额大幅下降。

截至 2019 年底, 公司受限资产合计 35.66 亿元, 主要系公司对外担保和向银行贷款时抵押的土地使用权、房产以及银行存款, 占公司同期资产总额的 26.10%, 受限规模一般。

表8 截至2019年底公司受限资产明细（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	28452.86	定期存单质押
存货	301884.55	抵押贷款
固定资产	26261.85	抵押贷款
合计	356599.26	--

资料来源：公司财务报告

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2019年受益于股东注资，公司资本实力有所增强。公司所有者权益中股本及资本公积占比高，少数股东权益规模不大，权益稳定性较强。

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为9.59%。截至2019年底，公司所有者权益为74.44亿元，较年初增长16.64%，主要系资本公积增长所致。截至2019年底，公司资本公积为56.14亿元，较年初增长18.42%。2019年，湘阴县国有资产监督管理局向公司注入资金6.00亿元、土地0.99亿元和房产0.83亿元，并向子公司注入房产1.28亿元和广场中心0.37亿元；同期，由于公司无偿划出湘阴县精准扶贫开发投资有限公司，资本公积减少0.74亿元。截至2019年底，归属于母公司所有者权益占比为99.81%，少数股东权益占比为0.19%。归属于母公司所有者权益74.30亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占1.88%、75.56%、0.98%和21.57%。所有者权益结构稳定性较强。

负债

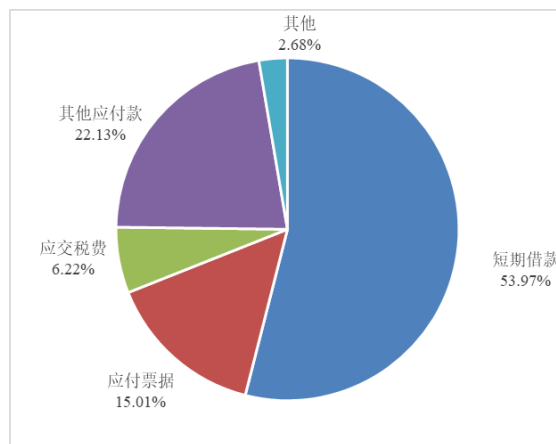
近年来公司负债总额和全部债务规模快速增长，债务负担明显上升，但整体仍处于适宜水平。2019年，公司短期债务大幅增长，存在一定短期支付压力。

2017—2019年，公司负债总额快速增长，年均复合增长46.39%。截至2019年底，公司负债总额62.17亿元，较年初增长43.62%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占

55.11%（年初为35.17%），非流动负债占44.89%（年初为64.83%），流动负债占比上升较快。

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长77.40%。截至2019年底，公司流动负债34.26亿元，较年初增长125.01%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占53.97%）、应付票据（占15.01%）、其他应付款（占22.13%）构成。

图3 截至2019年底公司流动负债



注：尾数误差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司短期借款快速增长，年均复合增长152.33%。截至2019年底，公司短期借款为18.49亿元，较年初增长184.81%，主要系公司通过融资补充流动资金所致。公司短期借款包括抵押借款16.99亿元和保证借款1.50亿元，抵押资产主要为土地和房产，质押资产主要为存单。

2017—2019年，公司应付票据快速增长。截至2019年底，公司应付票据5.14亿元，较年初增长414.30%，主要系本期新增4.14亿元的银行承兑汇票。

2017—2019年，公司其他应付款（不含应付利息）波动增长，年均复合增长10.09%。截至2019年底，公司其他应付款（不含应付利息）为7.58亿元，较年初增长36.87%，主要系公司与政府及国有公司的往来款增长所致。

2017—2019年，公司非流动负债波动增长，

年均复合增长 24.09%。截至 2019 年底，公司非流动负债 27.91 亿元，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 36.69%）和应付债券（占 60.52%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 107.04%。截至 2019 年底，公司长期借款 10.24 亿元，较年初增长 445.84%，主要系因业务发展需要，抵押借款及保证借款大幅增长所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 85.49%）、保证借款（占 9.40%）和政策借款（占 5.11%）构成。期限方面，2021 年到期规模为 3.25 亿元，2022 年到期规模为 2.45 亿元，2023 年及以后到期规模为 4.54 亿元，到期期限较为分散。

2017—2019 年，公司应付债券有所波动。截至 2019 年底，公司应付债券 16.89 亿元，较年初下降 31.88%，主要系偿还 10 亿元的“16 洞庭 01”所致。

表9 截至2020年5月底公司存续债券情况

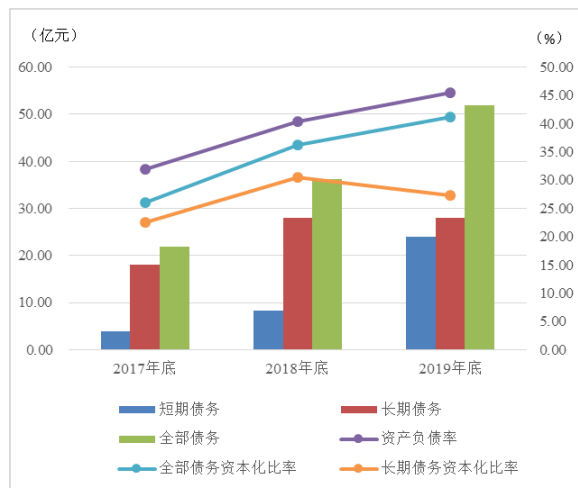
债券简称	余额（亿元）	发行时间	期限	年利率
18湘洞庭	7.00	2018/10/15	3+2年	7.20%
18洞庭债	8.00	2018/11/08	3+2年	7.20%
19洞庭资源PPN001	2.00	2019/01/29	3年	7.20%
G20洞庭1	12.00	2020/01/15	3+2年	7.00%
G20洞庭2	3.00	2020/01/15	2+2+1年	6.50%
20洞庭管廊01/20洞庭01	4.00	2020/04/29	7年	6.0%

资料来源：联合资信整理

2017—2019 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 33.40%。截至 2019 年底，公司长期应付款 0.77 亿元，全部为融资租赁款，已调整至长期债务核算。

有息债务方面，将长期应付款中付息债务计入公司长期债务后，2017—2019 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 54.24%。截至 2019 年底，公司全部债务 51.94 亿元，较年初增长 43.64%，主要系短期债务大幅增长所致。其中，短期债务占 46.27%，长期债务占 53.73%。短期债务 24.03 亿元，较年初增长 190.96%，主要系短期借款大幅增长所致。长期债务 27.91 亿元，较年初增长 0.03%。债务指标方面，2017—2019 年，随着公司债务规模增长，公司资产负债率和全部债务资本化比率均逐年增长，长期债务资本化比率波动增长，三年加权均值分别为 41.26%、36.61%和 27.26%，截至 2019 年底分别为 45.51%、41.10%和 27.27%。公司债务负担明显上升，但整体仍处于适宜水平。

图4 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

有息债务期限分布方面（见表10），公司一年内到期的债务规模较大，存在一定短期支付压力。此外，公司应付债券受行权影响，或存在集中兑付压力。

表10 截至2019年底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款	18.49	--	--	--	18.49
应付票据	5.14	--	--	--	5.14
一年内到期的非流动负债	0.40	--	--	--	0.40
长期借款	--	3.25	2.45	4.54	10.24
应付债券	若行权时全部回售	--	14.90	1.99	--
	若行权时全部不回售	--	--	1.99	14.90
					16.89

长期应付款	--	0.78	--	--	0.78
合计（若行权时全部回售）	24.03	18.93	4.44	4.54	51.94
合计（若行权时全部不回售）	24.03	4.03	4.44	19.44	51.94

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 盈利能力

近年来公司收入规模和利润水平波动增长，政府补贴对公司利润影响很大，且期间费用控制能力有待提升，盈利能力一般。

2017—2019 年，公司营业收入规模波动增长，年均复合增长 10.43%。2019 年，公司实现营业收入 17.92 亿元，较上年增长 24.96%，主要系土地开发和砂石销售板块收入增长所致；同期，营业成本为 12.65 亿元，较上年增长 24.07%，营业收入增幅大于营业成本增幅。2017—2019 年，公司营业利润率分别为 22.07%、28.07%和 27.02%。

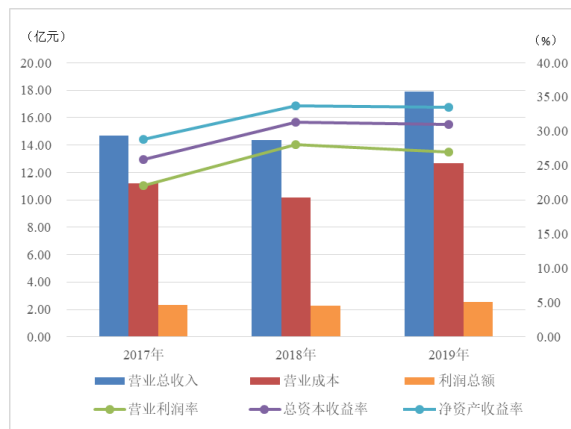
期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 40.89%。2019 年，公司期间费用总额为 4.14 亿元，较上年增长 41.62%，主要系财务费用大幅增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 0.13%、25.48%和 74.38%，以财务费用为主。其中，管理费用为 1.05 亿元，较上年下降 13.79%，主要系职工薪酬和中介服务费减少所致；财务费用为 3.08 亿元，较上年增长 81.85%，主要系利息支出大幅增长所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 14.18%、20.37%和 23.09%，逐年增长，公司费用控制能力有待提升。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司其他收益分别为 1.37 亿元、1.34 亿元和 2.47 亿元，全部为政府补贴收入，分别占当期营业利润的 59.17%、59.21%和 94.81%。政府补贴对公司利润水平影响很大。

2017—2019 年，公司营业利润和利润总额均波动增长，2019 年分别为 2.60 亿元和 2.56 亿元，分别较上年增长 15.21%和 13.49%。盈利能力指标方面，2017—2019 年，公司总资产收益率波动增长，净资产收益率波动下降，三年

加权均值分别为 3.71%和 2.58%，2019 年分别为 3.94%和 2.53%。

图 5 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

5. 现金流

2019 年公司经营活动现金流由正转负，加之公司短期债务规模进一步扩大，未来偿还债务压力较大，公司未来存在一定的筹资压力。

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 73.60%，主要系收到其他与经营活动有关的现金增长所致。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 16.32 亿元，同比增长 6.31%；收到其他与经营活动有关的现金 36.03 亿元，同比增长 516.54%，主要系收到的往来款及其他现金大幅增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 112.24%。2019 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 25.96 亿，同比增长 75.00%，主要系本期内公司一次性支付未来五年的砂石开采资源费 11.37 亿元所致；支付其他与经营活动有关的现金 36.36 亿元，同比增长 271.37%，主要系支付往来款及其他现金大幅增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 3.36 亿元、2.25 亿元和 -10.76 亿元。收现

质量方面，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 97.82%、106.99%和 91.03%，公司收入实现质量有待提高。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量规模较小，全部为投资收益。同期，公司投资活动现金流出量波动较大，其中 2018 年投资活动现金流出量大主要系公司在建项目的投入、购置土地、购买保本理财产品等支付的现金增加所致，2019 年流出量下降主要系购建固定资产支出减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为 4.52 亿元、-7.54 亿元和-4.56 亿元。

公司经营活动和投资活动现金收支波动较大，造成公司筹资活动前现金流净额大幅波动，2017—2019 年分别为 7.88 亿元、-5.29 亿元和-15.33 亿元，存在一定的筹资需求。

筹资活动现金流方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 260.68%。2019 年，公司筹资活动现金流入 44.44 亿元，较上年增长 61.63%，主要系公司本年新增借款以及股东注资（计入收到其他与筹资活动有关的现金）所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长率为 54.81%。2019 年，公司筹资活动现金流出 29.63 亿元，较上年增长 44.99%，主要系偿还 10 亿元的“16 洞庭 01”所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-8.95 亿元、7.06 亿元和 14.81 亿元。

表 11 公司现金流量表（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	17.37	21.19	52.34
经营活动现金流出量	14.01	18.94	63.10
经营活动现金流量净额	3.36	2.25	-10.76
投资活动现金流入量	5.07	0.02	0.02
投资活动现金流出量	0.55	7.56	4.58
投资活动现金流量净额	4.52	-7.54	-4.56
筹资活动前现金流净额	7.88	-5.29	-15.33
筹资活动现金流入量	3.42	27.49	44.44
筹资活动现金流出量	12.36	20.43	29.63

筹资活动现金流量净额	-8.95	7.06	14.81
现金收入比	97.82	106.99	91.03

资料来源：公司财务报告

6. 偿债能力

近年来公司债务规模明显上升，偿债指标有所下降，但考虑到公司砂石开采权具有区域垄断优势，以及公司作为湘阴县重要的基础设施建设主体，在资产划拨及财政补贴等方面获得的政府支持，公司偿债能力很强。

短期偿债能力方面，受公司资产结构特点和短期债务增长影响，2017—2019 年，公司流动比率逐年下降，但处于较高水平，三年分别为 592.10%、481.29%和 307.13%；同期，公司速动比率波动下降，三年分别为 110.92%、163.40%和 94.79%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比率分别为 30.86%、14.76%和-31.41%。2017—2019 年，公司现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 0.32 倍、0.67 倍和 0.22 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。公司短期偿债指标有所下降。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 4.41 亿元、4.81 亿元和 6.46 亿元。受公司债务规模和利息支出增长影响，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 2.31 倍、2.75 倍和 1.96 倍；公司全部债务/EBITDA 逐年增长，分别为 4.95 倍、7.52 倍和 8.04 倍。公司长期偿债指标有所下降。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额 39.58 亿元，其中已使用银行授信 36.58 亿元，未使用 3.00 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼或仲裁。

截至 2019 年底，公司对外担保（包含融资租赁及贷款担保）合计 15.41 亿元，担保对象以地方国有企事业单位为主，担保明细如表 12 所示。

表 12 截至 2019 年底公司对外担保明细（单位：万元）

序号	被担保方	担保金额	担保方式	担保期限	担保标的
1	湘阴县润泽水利建设投资有限公司	28764.18	保证担保	2032.07	贷款
2	湘阴县城市建设投资有限公司	49000.00	保证担保	2017.03—2020.03	贷款
3	湘阴县金龙新区开发建设投资有限公司	14700.00	抵押担保	2015.12—2027.12	贷款
4	湘阴县洋沙湖工业园区建设投资有限公司	8400.00	保证担保	2016.09—2021.09	贷款
5	湘阴县城市建设投资有限公司	13300.00	保证担保	2016.07—2021.07	贷款
6	湘阴县城市建设投资有限公司	12000.00	保证担保	2016.07—2021.07	贷款
7	湘阴县中医院	3974.92	保证担保	2017.12—2021.01	贷款
9	湘阴县城市建设投资有限公司	20000.00	保证担保	2016.01—2021.01	贷款
10	湘阴县城市建设投资有限公司	4000.00	保证担保	2016.06—2021.06	贷款
11	湘阴县润泽水利建设投资有限公司	13300.00	保证担保	2032.07	贷款
合计		154139.10	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保规模较大，被担保方较集中，公司存在一定的或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1043062400012500X），截至 2020 年 4 月 3 日，公司无未结清及已结清的关注类及不良/违约类贷款，公司过往履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、母公司口径财务分析

母公司资产规模有所增长，资产中存货和长期股权投资占比较大。母公司债务负担较轻，但自身盈利能力较弱，利润对政府补贴依赖大。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 97.16 亿元，较上年底增长 4.90%。母公司资产中流动资产占 69.96%。非流动资产占 30.04%，以流动资产为主，资产流动性较强。流动资产主要为其他应收款（占比 9.38%）和存货（占比 88.02%）。非流动资产主要为长期股权投资（占 62.88%）、固定资产（占 6.48%）、在建工程（占 9.43%）和无形资产（占 19.43%）。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 38.32 亿元，较上年底下降 6.40%。母公司负债中流动负债占 45.77%，非流动负债占 54.23%。流动负债主要为短期借款（占 9.92%）和其他应付款（占 89.73%）。非流动负债主要为长期借款（占 18.72%）和应付债券（占 81.28%）。截至 2019 年底，母公司全部债务 22.52 亿元，其中短期债务 1.74 亿元，长期债务 20.78 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债券资本化比率分别为 39.44%、27.68%和 26.10%，债务负担较轻。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 58.83 亿元，较年初增长 13.85%。所有者权益主要为资本公积（占 87.66%）和未分配利润（占 8.72%）。

损益方面，2019 年，母公司实现营业收入 5.91 亿元，较上年增长 15.36%，全部来自代建收入；实现利润总额 0.05 亿元，较上年下降 41.11%，主要系财务费用和营业外支出增长所致。2019 年，母公司其他收益为 2.38 亿元（全部为政府补贴收入），投资收益为 0.02 亿元。母公司自身盈利能力较弱。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额 5.42 亿元，投资活动现金流净额-3.78 亿元，筹资活动现金流净额-1.51 亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券发行对公司现有债务结构有一定影响。

本期债券拟发行额度 8.50 亿元，其中基础发行额为 4.30 亿元，弹性配售额为 4.20 亿元。按 8.50 亿元计算，占 2019 年底公司全部债务和长期债务的比重分别为 16.37% 和 30.46%。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.51%、41.10% 和 27.27%，以公司 2019 年底报表财务数据为基础，同时考虑公司于 2020 年以来发行的 12 亿元“G20 洞庭 1”、3 亿元“G20 洞庭 2”和 4 亿元“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 54.64%、51.63% 和 42.67%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障程度尚可，EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程度较弱，分期偿付可有效缓解偿付压力。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别本期债券拟发行额度的 2.04 倍、2.49 倍和 6.16 倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行额度的 0.40 倍、0.26 倍和 -1.27 倍；公司 EBITDA 分别本期债券拟发行额度的 0.52 倍、0.57 倍和 0.76 倍。

考虑到本期债券可分期偿付，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，公司将每期偿付 1.70 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券每期偿付额的 10.22 倍、12.46 倍和 30.79 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券每期偿付额的 1.98 倍、1.32 倍和 -6.33 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券每期偿付额的 2.59 倍、2.83 倍

和 3.80 倍。

十一、担保方

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。兴农担保的担保能力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

兴农担保是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业。兴农担保于 2011 年 8 月 31 日在重庆市工商行政管理局登记注册，注册资本 30 亿元，由全体股东分三期缴纳。2018 年 8 月，股东渝富资管将持有的股权上划给其母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股集团”）。截至 2018 年底，兴农担保实收资本 29.50 亿元，其中渝富控股集团持股比例 60%，重庆城建持股比例 20%，重庆水务持股比例 20%，以上三家股东均为重庆市国资委旗下的全资子公司，因此兴农担保的实际控制人为重庆市国资委。

截至 2018 年底，兴农担保资产总额 229.63 亿元，其中货币资金 39.60 亿元；负债总额 131.22 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 17.38 亿元；股东权益 98.42 亿元，其中少数股东权益 42.15 亿元；担保责任余额 555.80 亿元。2018 年，兴农担保实现营业收入 7.43 亿元，净利润 2.16 亿元。

兴农担保作为重庆市国资委牵头组建的全国家第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司，能够在业务开展、资本金补充等方面得到政府及政策的支持。2019 年 9 月，兴农担保完成增资扩股，其中股东渝富控股集团和重庆城建分别向兴农担保以货币资金增资 13.80 亿元和 9.20 亿元，合计货币出资 23.00 亿元，其中 22.20 亿元计入实收资本，另外通过未分配利润转增

股本的方式增资0.50亿元，实收资本由29.50亿元增至52.20亿元，资本实力得到大幅提升，担保代偿能力得以增强。

经联合资信评定，兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。兴农担保的担保能力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

十二、结论

公司作为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。2019年，受益于股东注资，公司资本实力有所增强。同时，联合资信也关注到，环保政策趋严、砂石开采易受季节性因素影响，其他应收款和存货占用较多资金，债务规模快速增长，利润总额依赖政府补贴等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

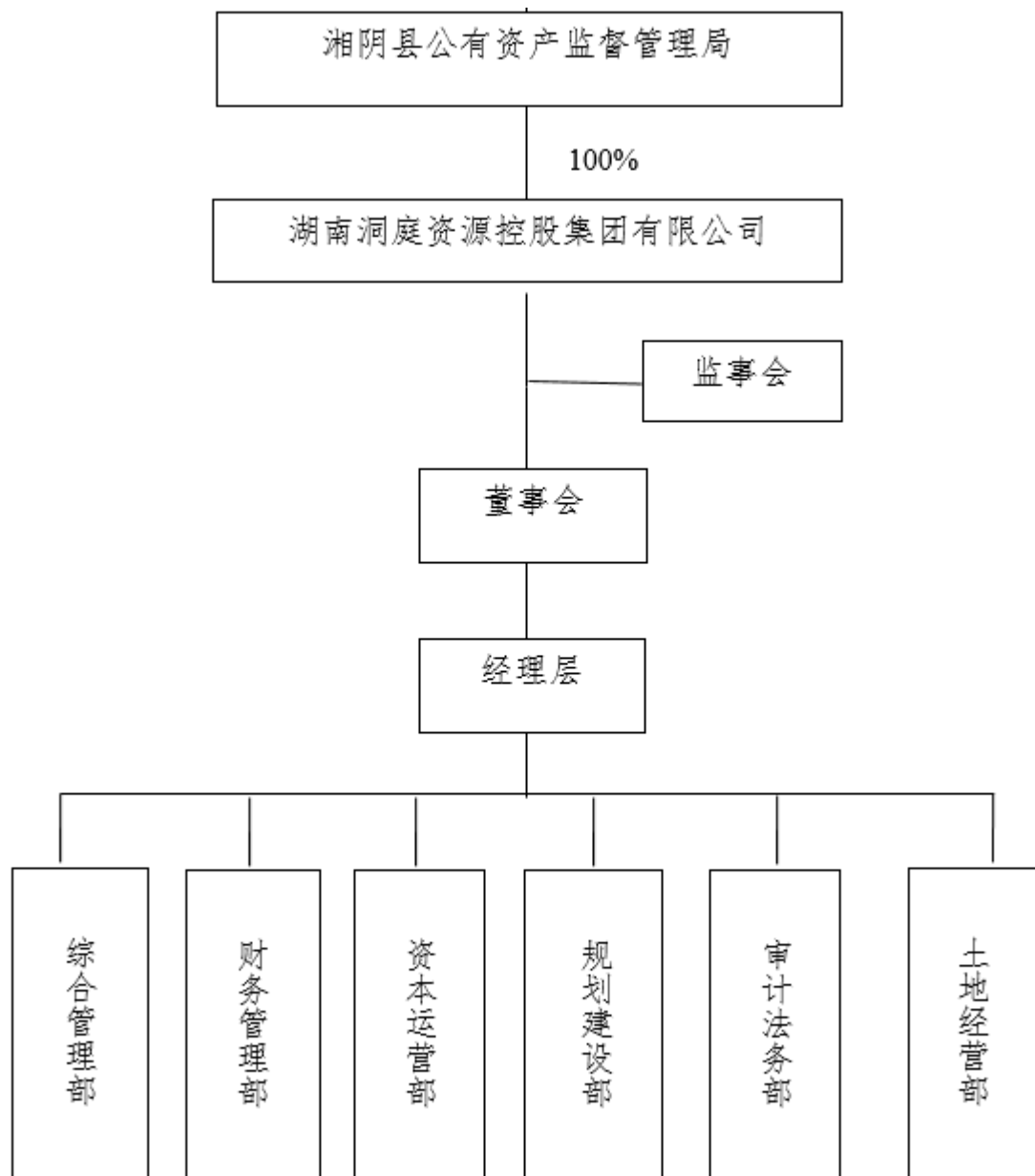
公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障程度尚可，EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程度较弱，但分期偿付可有效缓解偿付压力。

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，兴农担保担保能力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

未来，公司有望利用在湘阴县内砂石开采的垄断地位，进一步扩大砂石开采业务规模，公司营业收入有望增长，但砂石开采行业易受季节气候因素及环保监察影响，公司砂石开采业务收入稳定性或受到一定影响。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力以及担保方担保能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构及组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司纳入合并范围的子公司情况

公司名称	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
湘阴县湘资砂石资源有限公司	湘阴县	砂石销售	4000.00	100.00
湘阴县漕溪港深水码头建设开发有限公司	湘阴县	集装箱集散、装卸	3000.00	53.33
湘阴县自来水公司	湘阴县	自来水供应维修	3000.00	100.00
湘阴县湘阴宾馆	湘阴县	酒店服务	164.00	100.00
湘阴县国有资产经营有限责任公司	湘阴县	国有资产经营	5000.00	100.00
湖南左公故里旅游投资发展有限公司	湘阴县	旅游资源开发	20000.00	100.00
湘阴县净源城乡环境建设有限公司	湘阴县	水污染治理	4000.00	100.00
湘阴县远浦金融投资有限公司	湘阴县	投资顾问机构	10000.00	100.00
湘阴县左郭教育建设投资有限公司	湘阴县	教育投资管理	3000.00	100.00
湘阴县左郭农村建设投资有限公司	湘阴县	乡村开发经营	3000.00	100.00
湘阴电广文化传媒有限责任公司	湘阴县	活动组织策划	200.00	100.00
湖南省南洞庭砂石经营有限公司	长沙市 开福区	建材批发	5000.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.21	5.56	5.19
资产总额（亿元）	90.99	107.11	136.61
所有者权益（亿元）	61.98	63.82	74.44
短期债务（亿元）	3.81	8.26	24.03
长期债务（亿元）	18.02	27.90	27.91
全部债务（亿元）	21.83	36.16	51.94
营业收入（亿元）	14.70	14.34	17.92
利润总额（亿元）	2.35	2.26	2.56
EBITDA（亿元）	4.41	4.81	6.46
经营性净现金流（亿元）	3.36	2.25	-10.76
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.91	5.13	4.61
存货周转次数（次）	0.26	0.20	0.21
总资产周转次数（次）	0.16	0.14	0.15
现金收入比（%）	97.82	106.99	91.03
营业利润率（%）	22.07	28.07	27.02
总资本收益率（%）	3.81	3.24	3.94
净资产收益率（%）	2.91	2.44	2.53
长期债务资本化比率（%）	22.53	30.42	27.27
全部债务资本化比率（%）	26.05	36.17	41.10
资产负债率（%）	31.88	40.42	45.51
流动比率（%）	592.10	481.29	307.13
速动比率（%）	110.92	163.40	94.79
经营现金流动负债比（%）	30.86	14.76	-31.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.75	1.96
全部债务/EBITDA（倍）	4.95	7.52	8.04

注：公司提供了 2017—2019 年三年连审财务报告；长期应付款已调整至长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.42	3.63	1.06
资产总额（亿元）	84.29	92.62	97.16
所有者权益（亿元）	51.62	51.68	58.83
短期债务（亿元）	3.76	5.00	1.74
长期债务（亿元）	15.67	25.74	20.78
全部债务（亿元）	19.43	30.74	22.52
营业收入（亿元）	5.90	5.13	5.91
利润总额（亿元）	0.65	0.08	0.05
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	3.24	3.24	5.42
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.83	1.88	3.13
存货周转次数（次）	0.11	0.09	0.09
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06
现金收入比（%）	89.58	116.74	140.02
营业利润率（%）	20.55	18.78	13.71
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	0.96	0.12	0.13
长期债务资本化比率（%）	23.29	33.25	26.10
全部债务资本化比率（%）	27.35	37.30	27.68
资产负债率（%）	38.76	44.21	39.44
流动比率（%）	346.24	390.14	387.46
速动比率（%）	47.21	82.17	46.42
经营现金流动负债比（%）	19.08	21.32	30.91
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6 担保方主体长期信用评级报告

联合资信评估有限公司关于 2020 年第二期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湖南洞庭资源控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湖南洞庭资源控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南洞庭资源控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湖南洞庭资源控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湖南洞庭资源控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湖南洞庭资源控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

信用评级公告

联合〔2019〕234号



联合资信评估有限公司关于 调升重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用等级的公告

受重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“公司”）委托，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其进行相关信用评级工作。2019年7月31日，联合资信出具了《重庆兴农融资担保集团有限公司2019年主体长期信用评级报告》，确定公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

公司作为重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司，能够在业务开展、资本金补充等方面得到政府及政策的支持。2019年9月，公司完成增资扩股，其中股东重庆渝富控股集团有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司分别向公司以货币资金增资13.80亿元和9.20亿元，合计货币出资23.00亿元，其中22.20亿元计入实收资本，另外通过未分配利润转增股本的方式增资0.50亿元，实收资本由29.50亿元增至52.20亿元，资本实力得到大幅提升，担保代偿能力得以增强。

从业务开展来看，2019年以来，公司各项业务平稳发展，1—9月担保业务发生额为321.61亿元；9月末担保余额699.26亿元，其中间接融资担保、直接融资担保和非融资担保责任余额分别占16.42%、81.96%和1.62%。间接融资担保业务方面，公司以盘活“农房、农地、林地”产权等流动性较差的资产为业务主要突破口，通过“三权”抵押融资，服务“三农”发展，间接融资担保业务主要集中于农林牧渔业。直接融资担保业务方面，公司目前担保客户主要为湖南、重庆、四川等中西部地区县级平台公司；发行人主体评级集中在AA⁻和AA，均设有应收账款质押、实物资产或土地抵押、第三方连带责任保证等风险缓释措施；其中，应收账款债权人全部为地方国有企业提供其代建政府类项目形成的应收账款。截至2019年9月末，公司直接融资担保余额573.10亿元，其中担保公开发行债券余额占比达到80%以上，私募产品规模较小。

从担保代偿情况来看，2019年以来，出于风险控制和规范化经营的考虑，公司逐步退出下属区县子公司股权。截至2019年9月末，已对涪陵、彭水、奉节、丰都等11家区县担保子公司进行

股权退出；累计担保代偿率下降至 0.44%，累计担保回收率上升至 57.23%。预计随着对剩余区县担保子公司的逐步退出，公司代偿水平将持续下降，业务结构将不断优化，推动净利润的增长和盈利能力的提升。

未来，公司将继续维持现有直接融资担保业务规模，提升风险识别水平，着重拓展重庆市内业务，逐步收缩省外业务；大力发展非融资性担保业务，拓展履约保证、诉讼保全等低风险业务；围绕新农村建设和乡村振兴战略，关注农村电网改造、乡村公路建设、水利设施建设和安置房建设等领域，同时加强行业研究力度，依托重庆市内核心企业，在 2020 年发展 5-10 个战略新兴产业，包括汽车、笔记本电脑、芯片等，借助核心企业的上下游产业链实现业务拓展和风险防控。

同时，联合资信也关注到，公司目前担保业务行业集中度较高，债券担保区域集中度较高，且于 2022-2024 年到期的规模较大，使其面临一定的担保代偿压力。在宏观经济下行以及严控地方政府平台公司举债的背景下，其担保业务信用风险管理压力将有所加大。

综合评估，联合资信决定将重庆兴农融资担保集团有限公司主体信用等级上调至 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

2019 年 11 月 26 日



联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《重庆兴农融资担保集团有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十一日



信用等级公告

联合〔2019〕2590号

联合资信评估有限公司通过对重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估,确定重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十一日



重庆兴农融资担保集团有限公司

2019 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间

2019 年 7 月 31 日

主要数据

单位：亿元、倍、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额	229.63	223.73	156.31
所有者权益	98.42	97.69	87.45
净资本	57.64	63.33	43.98
少数股东权益	42.15	42.28	40.44
担保责任余额	555.80	384.29	251.32
融资担保责任余额	542.41	364.70	236.98
净资产担保责任余额倍数	5.65	3.93	2.87
净资本担保责任余额倍数	9.64	6.07	5.71
当期担保代偿率	7.77	1.83	3.18
净资本比率	58.57	64.83	50.29
项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业总收入	7.43	6.12	6.36
净利润	2.16	1.48	1.87
费用收入比	26.51	30.17	28.31
平均资产收益率	0.95	0.78	1.65
平均净资产收益率	2.20	1.60	2.78

注：净资本已扣除计入资本的扶贫专项资金

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

分析师

付郑兵 李铭飞

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称为“公司”）是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司，资本实力较强。公司业务范围覆盖重庆市下辖各个区县，区域内竞争力较强，风险管理和内控体系较为健全。目前公司构建了“1+25+3”的农村金融服务模式，形成了以融资担保为主业，综合价格评估、资产管理与网络金融的多元化金融服务体系。公司子公司重庆兴农资产经营管理有限公司被选定为重庆市“十三五”高山生态扶贫搬迁项目资金“统承统贷统还”平台，负责融资资金的使用管理，在业务开展、资本金补充等方面能够得到政策的支持。近年来，公司基于政策性和市场化并重的担保业务定位，不断调整优化担保业务结构，债券担保业务实现快速发展，相关担保费收入大幅增加，推动净利润的增长和盈利能力的提升。但另一方面，受“三农”及中小企业客户风险暴露以及监管趋严背景下银行加大担保公司贷款追偿力度的影响，2018 年以来公司担保代偿金额和代偿率均明显上升，担保业务信用风险管理压力有所加大。此外，中国农业发展银行拟通过中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的名义向公司注资 25 亿元，但因政策变动，存在一定不确定性，具体增资推进情况尚待观察；增资进程缓慢将在短期内对公司业务发展造成一定限制。

联合资信评估有限公司确定重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。以上评级结论反映了公司代偿能力很强，风险很小。

优势

1. 重庆市经济实力强，区域优势明显，为公司业务发展提供良好的运营环境，同时“一

- 带一路”、长江经济带、自贸区、两江新区等国家级战略及政策的实施使公司面临较大的发展契机。
2. 公司作为重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司，资本实力较强，国家政策支持力度大。
 3. 公司构建了“1+25+3”的农村金融服务体系，能够更好地发挥母公司与区县公司、担保业务与金融配套子公司的规模以及协同效应。
 4. 公司实际债务负担轻，净资本规模较大，抗风险能力较强。
 5. 公司子公司重庆兴农资产经营管理有限公司被选定为重庆市“十三五”高山生态扶贫搬迁项目资金“统承统贷统还”平台，负责融资资金的使用管理，在业务开展、资本金补充等方面能够得到政策的支持；但相关资金使用用途明确，无法用于母公司开展的担保业务。
 6. 中国农业发展银行拟通过农发基金的名义向公司注资 25 亿元，但因政策变动，存在一定不确定性；若成功注资，公司资本实力将进一步得到增强。
4. 公司增资进程缓慢，在短期内仍将对其业务发展造成一定限制。

关注

1. 公司担保业务主要分布于重庆辖区内，担保行业以农业、水利、环境为主，地区和行业集中度较高。
2. 受“三农”及中小企业客户风险暴露以及银行加大担保公司贷款追偿力度的影响，2018 年以来公司担保代偿金额和代偿率均明显上升，担保业务信用风险管理压力有所加大；同时代偿压力加大也使得拨备和准备金计提规模上升，使其盈利承压。
3. 公司城投债担保规模较大，需关注在监管严控地方政府及平台公司举债的背景下相关业务所带来的风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 7 月 31 日至 2020 年 7 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆兴农融资担保集团有限公司

2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年 8 月成立，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业。公司注册资本 30.00 亿元，由全体股东分三期缴纳。2018 年 8 月，公司股东渝富资管将持有的股权上划给其母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股集团”）。截至 2018 年末，公司实收资本 29.50 亿元，其中渝富控股集团持股比例为 60%，重庆城建持股比例为 20%，重庆水务持股比例为 20%。以上三家股东均为重庆市国资委旗下的全资子公司，因此公司实际控制人为重庆市国资委。公司股东及持股比例情况见表 1，股权结构图见附录 1。

表 1 公司股东及持股情况 单位：%

股 东	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	60.00
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	20.00
重庆市水务资产经营有限公司	20.00
合 计	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

2017 年，公司已与中国农业发展银行重庆市分行和重庆渝富集团签订投资意向书，中国农业发展银行将通过农发基金的名义向公司注资 25 亿元。该资金将优先用于为发改委批复重点建设基金投资的民营企业项目和政策性金融扶贫实验示范区内的扶贫贷款项目提供担保等。目前，上述增资事宜正在推进中，但受政策变动影响，具体完成时间尚未确定。

公司经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务，以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。提供的劳务主要有：融资性担保业务以及与其有关的融资咨询、财务顾问等服务。

截至 2018 年末，公司设有业务部、运营管理部、风险管理部、资金财务部、法律合规部等职能部门。同时，公司有从事担保业务的区县子公司 25 家；位于重庆市区内的子公司 3 家，分别为重庆兴农鑫电子商务有限公司（以下简称“兴农鑫电商”）、重庆兴农资产经营管理有限公司（以下简称“兴农资管”）和重庆兴农价格评估有限公司（以下简称“兴农评估”）。截至 2018 年末，公司共有员工 119 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 229.63 亿元，其中货币资金 39.60 亿元；负债总额 131.22 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 17.38 亿元；股东权益 98.42 亿元，其中少数股东权益 42.15 亿元；担保责任余额 555.80 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 7.43 亿元，净利润 2.16 亿元。

截至 2018 年末，母公司资产总额 53.21 亿元，其中货币资金 21.51 亿元；负债总额 21.55 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 11.82 亿元；股东权益 31.67 亿元。2018 年，母公司实现营业总收入 4.65 亿元，净利润 1.63 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区龙山街道龙山路 70 号 1 幢

法定代表人：刘壮涛

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部

分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强（见表2）；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017

年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增

长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就

业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球

经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大

概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

（2）区域经济发展概况

重庆市是我国的直辖市之一，是长江上游地区的经济中心和金融中心，内陆出口商品加工基地和扩大对外开放的先行区。重庆市工业基础雄厚，门类齐全，是中国老工业基地之一，是全国摩托车、汽车、仪器仪表、精细化工、大型变压器、中成药等重要的生产基地。重庆两江新区是继上海浦东新区、天津滨海新区之后的第三个国家级新区，具有区位、政策上的比较优势，将成为承接国际产业转移的重要目的地。中国（重庆）自由贸易试验区于 2017 年 3 月 15 日获国务院正式批复同意设立；同年 3 月 31 日，国务院公布的《中国（重庆）自由贸易试验区总体方案》（以下简称“方案”）指出，将发挥重庆战略支点和连接点重要作用、加大西部地区门户城市开放力度的要求，努力将自贸试验区建设成为“一带一路”和长江经济带互联互通的重要枢纽。未来，重庆将依托国际大通道，完善面向“一带一路”的开放平台，承接、培育具备国际水平的产业集群，构建丝绸之路经济带重要战略支点、21 世纪海上丝绸之路产业腹地。

近年来，在宏观经济低迷、产业结构调整和发展动能转换的背景下，重庆市经济增速有所放缓。2018 年，重庆市实现地区生产总值

20363.19 亿元，突破 2 万亿大关，同比增长 6.0%。其中，第一产业增加值 1378.27 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 8328.79 亿元，增长 3.0%；第三产业增加值 10656.13 亿元，增长 9.1%；三次产业结构比为 6.8:40.9:52.3，产业结构得到优化，第三产业占比持续上升；全市人均地区生产总值达到 65933 元，增长 5.1%；实现地方财政一般公共预算收入 2265.5 亿元，增长 0.6%，其中税收收入 1603.0 亿元，增长 8.6%。

近年来，重庆市持续加快长江上游金融中心的建设，银行、证券等各类金融机构快速发展，金融业增加值占比不断提升。截至 2018 年末，重庆市金融机构本外币存款余额 36887.34 亿元，同比增长 5.8%；本外币贷款余额 32247.75 亿元，同比增长 13.5%。

总体看，在国家“一带一路”、长江经济带等多项政策的大力支持下，重庆市地区经济活跃，整体经济实力强，给当地金融机构带来了较为广阔的发展空间。但另一方面，区域经济增速放缓使重庆地区金融机构业务发展面临一定压力。

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中国存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信

用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企

业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司(含增信公司)有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等。2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，未来将通过股权投资的方式向各省级担保公司进行增资，向各省市建立由国家牵头的自上而下的担保信用体系，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激烈，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，

也对盈利造成一定压力。此外，由于利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了对高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议（以下简称“联席会议”），加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》（以下简称《办法》）。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设，近年来，包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件，对担保机构跨

省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范，并要求发挥政府主导作用，大力发展政府支持的融资担保机构，推进再担保体系建设；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业，促进担保行业的健康发展。

2015年8月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017年6月经国务院常务会议审议通过，2017年8月颁布并于2017年10月1日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018年4月2日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发【2018】1号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。

《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和

安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018年7月26日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，由财政部联合商业银行共同发起，初始注册资本661.00亿元，其中财政部持股45.39%。国家融资担保基金有限责任公司经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，未来将采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，并支持战略性新兴产业的发展。

2019年2月14日，国务院办公厅发布了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号文）（以下简称“国办发6号文”）意在解决小微企业和“三农”融资难的问题，进一步推进国家融资担保基金与省级平台共建担保体系。国办发6号文明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资，以及其他与之配套的支持政策。与此同时，国办发6号文还在担保业务转型、银担合作风险分担机制设计等方面对政策性担保机构加以规范。未来，政策性担保机构的业务重心将向“三农”及小微企业客户倾斜，行业发展将更为规范。

总体看，随着担保行业的不断发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，出台了一系列相关政策扶植并规范融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司

为“三农”及小微企业服务，这将有助于防控融资担保行业风险集中，促进担保行业的健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司，实际控制人为重庆市国资委。

公司依据《公司法》及有关法律法规，建立了包括股东会、董事会、监事会和经营管理层在内的治理架构。股东会为公司最高权力机构；董事会为决策机构，对股东会负责；监事会负责进行监督管理；经营管理层负责公司的日常经营工作。

公司董事会由7人组成，其中外部董事1名。公司设董事长1名，由董事会过半数董事选举产生或更换。近年来，公司召开多次董事会会议，审议通过关于财务预算、经营计划、利润分配等多项议案。

公司监事会由5人组成，其中外部监事1名。公司设监事主席1名，由监事会过半数监事选举产生或更换。公司监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，公司监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告和监事会议事规则等多项议案。

公司高级管理层由1名总经理和4名副总经理组成，行使职权包括主持公司经营管理工作，组织实施股东会决议和董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司基本管理制度和制定公司具体规章等。公司高级管理人员均具有政府部门或担保行业从业经验，管理能力以及专业水平较强。

总体看，公司建立了较为规范的法人治理结构，能够满足当前业务发展的需要。

2. 内部控制

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理下设资产保全部、法律合规部、直接投资融

资部、监事会办公室、人力资源部、综合管理部、资金财务部、运营管理部、风险管理部、业务一部、业务二部、业务三部 12 个职能部门，各职能部门之间在业务开展中保持着相互独立的协助关系，确保独立的决策性和执行力，以实现公司稳健发展。

公司前台部门包括业务一部、业务二部、业务三部和直接投资融资部等，主要负责建立完善的产业体系，寻找客户资源。公司中台部门包括风险管理部、法律合规部等，其中风险管理部负责公司的风控业务，从授信审批前端项目筛选到中段审核项目尽职调查以及后期授信后监测等工作，就项目风险提出评估意见建议，组织公司风险委员评审会会议，并参与担保项目的保后管理和风险处置；法律合规部主要负责制定和执行合规管理制度，为公司经营管理活动提供法律可行性支持，并开展合规情况检查。公司后台部门协助前、中台部门开展工作，分别负责公司的日常事务、内外部联系、会计核算、预算管理、人力资源管理和信息系统建设等工作。

近年来，公司不断加强内部控制机制建设，并按业务条线制定了多项管理制度，具体包括授信业务管理办法、行政管理制度、担保业务管理制度、风险管理制度、财务管理制度以及子公司管理办法等，内控制度体系已初步建立，各项内部管理制度较为详细，执行情况较好。

在区县分公司管理方面，公司集团总部对下属区县公司分别设置考核办法、代偿管理办法和业务授权管理办法等制度。公司每年初对区县公司下达当年任务指标情况，区县公司定期汇报任务完成情况；区县公司的项目需经过区县设立的风险委员会通过才可报送项目资料到集团风险管理部；区县公司发生代偿事件时，由区县公司牵头负责处理代偿事件，前期区县公司发现风险隐患后，会在代偿实施前书面报告集团运营管理部。

总体看，公司内部机构设置完整，各部门职责明确，内部管理制度较为详细，在各项制度的规范下，公司业务操作有规可循，运行有

序；但宏观经济低迷使其下设区县公司业务发展面临一定压力，一定程度上对公司综合化管理提出更高要求。

3. 发展战略

公司制定了《“十三五”发展规划（2016—2020 年）》，确定发展总体思路为：实施资本扩张战略、特色经营战略、品牌发展战略、成本控制战略和创新发展战略“五大”工程，不断拓展业务空间、创新金融产品、加强市场开发、优化公司管理、健全风险管控，把公司打造成为国内深耕“三农”领域、价值取向清晰、战略方向明确、管理规范透明、机制健全合理、学习创新能力卓越的现代金融企业。

在具体的发展目标方面，公司计划通过五年的努力，将公司建设成为西部地区最大、全国担保行业前三的涉农担保集团。在体系建设上，公司将完善“1+n+x”组织架构，实现涉农区县网点全覆盖，有条件纵向延伸至镇（乡）、村、社区；完善“1+x”多元架构，有重点的拓展资产管理、价格评估、网络金融等领域，打造综合性金融服务平台，初步形成纵向一体化与横向一体化相互交织的“蛛网”模型。在发展水平上，公司将运用增资募股、并购重组、股份改造、公开上市、土地入股等资本资产运作方式，实现集团公司资产规模达到 100 亿元，年净资产收益率不低于 10%，力争在区域涉农金融企业综合竞争力上排名第一，在区域担保市场占有率超过 15%。在内部管理上，公司将不断优化和规范业务流程，建立有效的内控机制和业务制衡机制，对区县子公司实施目标管理与动态授权，建立以客户为中心的信息金融工程数据库。在社会效益上，公司将畅通“三农”融资渠道，降低“三农”融资成本，实现涉农担保占比达 80%以上；加大“三权”资源价值发现和资产收储力度，盘活 500 亿以上的“三权”资产。

总体看，公司战略规划清晰，发展目标和战略定位明确，战略目标完成情况好，且通过对战略目标的规划实施，在涉农金融服务领域具备较强的综合竞争力，但宏观经济持续低迷以及金融

监管趋严也给公司部分战略目标的实现带来一定挑战。

四、业务经营分析

公司成立于 2011 年 8 月，是全国第一家主司农村产权抵押融资的政策性担保公司。自成立以来，公司持续推进支农、支小、金融扶贫和体系建设工作，以盘活“农房、农地、林地”产权等流动性较差的资产为业务主要突破口，通过“三权”抵押融资，服务“三农”发展，增加农民财产性收入。公司采取“市区（县）共建，政府推动，市场运作，统筹管理，两级联动”的总体构建思路，由公司统筹协助各区县（渝中区除外）政府分别组建一家注册资本 1 亿元左右的共计 26 家区县担保公司，公司出资 10.00% 左右，其中 25 家协议控股 51.00%，拥有实际控制权，逐渐在全市范围内构建“伞形”融资担保体系。

从资本实力来看，2016 年，由于子公司兴农资管收到重庆市财政、国开行和农发行拨入资本金 36.71 亿元，公司净资产规模明显上升；2017 年，公司分别通过股东补缴（货币）和未分配利润转增股本的方式分别增加实收资本 8.20 亿元和 1.80 亿元。截至 2018 年末，公司实收资本 29.50 亿元，资产总额 229.63 亿元，净资产 98.42 亿元。整体看，公司资本实力较强，业务范围覆盖重庆各区县，具有一定的区域竞争力。

目前，公司构建了“1+25+3”的农村金融服务体系。该体系以重庆兴农融资担保集团有限公司为主体，组建了 25 家实际控股区县公司、3 家配套金融子公司，形成了以融资担保为主业，综合价格评估、资产管理与网络金融的多元化金融服务集团，从而可以更好地发挥母公司与区县公司、担保业务与金融配套子公司的规模效应和协同效应。此外，2019 年，重庆市政府明确了公司由以政策性为主过渡到政策性和市场化并重的担保业务定位，市场化

运作将使公司担保业务步入高速发展阶段；但另一方面，公司增资进程缓慢，在短期内仍将对其业务发展造成一定限制。

1. 担保业务发展情况

公司担保业务以融资担保为主，近年来融资担保发生额占总担保发生额的比例保持在 95% 以上。2016 年以前，公司融资担保业务主要以服务于“三农”和中小企业的间接融资担保业务为主；2016 年以后，公司逐步调整业务结构，拓展以企业债券为主的直接融资担保业务，直接融资担保责任余额占比明显上升，推动公司担保业务规模较快增长，2016—2018 年担保业务发生额分别为 201.14 亿元、289.72 亿元和 306.15 亿元（见附录 3：表 1）。

● 间接融资担保业务

公司间接融资担保业务以政策性较强的银行贷款担保为主，主要通过业务一、二、三部以及 25 家区县担保公司负责开展，业务范围覆盖了全市所有涉农区县。公司将银行贷款担保分为三大板块，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和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。

公司间接融资担保业务拓展渠道主要来源于银行。近年来，公司不断扩大合作银行的范围，2018 年末已与重庆农村商业银行、建设银行重庆分行、重庆银行等 17 家银行签署了合作协议，担保授信额度为 167.80 亿元。在风险分担方面，对于由区县担保公司上报公司本部审批的担保项目，区县政府、公司本部和银行承担代偿损失的比例分别为 50%、40% 和 10%；对于公司本部担保项目，公司本部和银行承担代偿损失的比例分别为 90% 和 10%。在存出保证金方面，公司的存出保证金比例一般为 5%~10% 左右；在存入保证金方面，公司一般收取与银行比例一致的保

证金。

近年来，公司牢固树立以农村产权抵押为特色、以“三农”为主业的经营理念，积极参与中小企业和区县经济融资担保；成立农村金融研究所，通过产研结合，推动农业信贷担保和农村产权抵押融资事业发展。此外，公司大力开展种植业、养殖业、农副产品加工业等传统小“三农”项目和新农村建设、水利建设、电力建设、旅游开发、农村公路建设等大“三农”项目，推动贷款担保业务的发展。但另一方面，受区域内建筑、房地产和采矿等行业中小企业和个体工商户经营效益下滑影响，公司贷款担保业务代偿增长较快。为此，公司适当压缩此类贷款担保规模，并将业务资源重点支持大“三农”项目，同时加大债券担保业务发展力度，间接融资担保规模和占比均有所下降。截至2018年末，公司贷款担保责任余额161.51亿元，占担保责任余额的29.06%。未来，公司将重点围绕大“三农”来开展间接融资担保业务，在降低自身代偿风险的同时更好地服务“三农”和中小企业，支持农村金融发展。

● 直接融资担保业务

近年来，公司按照“政策性+市场化”的经营思路，在保持政策性间接融资担保业务规模的同时，积极发展直接融资担保业务，并于2017年初设立直接投资融资部专门负责相关业务开展。从业务种类来看，区县级城投公司企业债是公司直接融资担保业务的主要切入点。公司结合客户主体信用级别、地区一般预算收入、地方债务率、资产负债率、反担保措施等因素进行内部量化评级，确定目标客户准入与否以及担保费率，债券担保费率一般为0.6%~0.9%。

近年来，为增加项目来源，公司积极推进与证券公司的渠道建设，目前已与财富证券、开源证券、天风证券等22家证券公司建立了业务合作关系。同时，公司还加强与同业担保机构的沟通合作，对于超出单笔额度限制的项目，采取分保或联合担保的模式开展。得益于

以上措施，近年来，公司直接融资担保责任余额及占比快速上升，2018年末债券担保责任余额380.90亿元，占担保责任余额的68.53%，以区县级城投公司企业债担保为主，另有少量公司债、中期票据和资产证券化产品担保等。

● 非融资担保业务

公司非融资担保业务主要以诉讼保全担保和工程履约担保为主，近年来业务规模较小。截至2018年末，公司非融资担保责任余额13.39亿元，占担保责任余额的2.41%。

总体看，公司担保业务定位明确，拥有良好的发展基础；同时，在宏观经济低迷给部分贷款担保客户经营造成压力的背景下，公司兼顾政策性和市场化定位，积极调整担保业务结构，重点支持大“三农”项目以及区县级城投公司企业债担保项目，在丰富担保业务产品的同时也一定程度上缓释了担保业务风险。

2. 主要子公司业务发展情况

为有效管理和处置农村不良资产，保障“三农”的合法权益，确保涉农担保项目持续经营，公司设立了子公司重庆兴农资产经营管理有限公司，作为农村不良资产收储平台。截至2018年末，兴农资管累计处置不良资产13亿元。此外，2016年，兴农资管被选定为重庆市“十三五”高山生态扶贫搬迁项目资金“统承统贷统还”平台，负责国家专项建设资金、地方政府债券、政策性贷款等融资资金的使用管理，并收取一定管理费用，该扶贫搬迁项目总投资约150亿元。兴农资管根据用款申请，将资金划付给项目实施主体，并按照相关协议约定由区县府定期还款。若无法按时还款的，兴农资管可申请由市财政局在相关专项中予以扣收。截至2018年末，兴农资管累计收到政府拨入扶贫专项资金共计126.22亿元，其中重庆市财政拨入资本金24.40亿元；国开行与农发行拨入资本金12.31亿元，发放政策性贷款89.52亿元，且上述资金已全部拨付至各区县。

为有效解决农村资产评估难、收费高、效率

低、技术标准不统一等问题，公司出资 1000 万元设立了全资子公司重庆兴农价格评估有限公司，负责公司价格评估业务的运营。兴农评估具有国家发改委批准的价格评估甲级资质，牵头建立了“三权”资产评估行业标准。同时，公司出资 1400 万成立了控股子公司重庆兴农鑫电子商务有限公司，公司持股比例为 70%。兴农鑫电商作为公司互联网金融服务平台，为三农、中小微企业搭建互通桥梁，满足三农、中小微企业融资季节性强、期限短、周转活、额度小的融资需求特征。目前，兴农评估和兴农鑫电商业务规模均较小，对公司收入贡献较为有限。

五、风险管理分析

公司重视风险管理流程和制度建设，坚持严格的项目评审流程，近年来不断对各项担保业务风险管理制度进行梳理、修订和完善。公司根据自身业务特点，出台了“三农”“三权”项目风险评审指引和担保业务授信风险指引；在直接融资担保的开展过程中，通过安排评审人员跟随项目经理一同介入项目的前期调查，实现“风险前移”的审批制度。此外，公司还加强了区县公司的风险管控，修订完善了区县公司报备报批制度，优化了动态评级授权制度。

1. 担保业务风险管理

● 项目受理及项目调查

公司每发起一笔项目时，首先由公司客户经理提出融资申请，业务部门人员进行前期调查和项目初审。针对企业类客户与个人类客户，公司制定了相应的业务受理条件。客户经理决定受理项目后，通知客户准备开展项目调查。公司的项目调查实行 A、B 角调查制度，A 角在调查过程中负责全面收集客户资料，注重对业务进行全面调查，B 角的调查重点为揭示业务风险。根据授信额度的不同，部门负责人或分管领导至少到现场调查一次。公司层面的尽

职调查形式包括实地查看、面谈、第三方询证等，同时结合客户所处行业、地位、上下游及竞争对手评价、反担保措施等方面进行调查。项目调查后，项目经理根据实际情况出具《项目调查报告》，并由部门负责人复核及分管领导出具意见，连同项目资料一起转交给风险管理部进行审查。

● 项目评审及审批

公司的授信项目审批制度分为风险控制委员会（以下简称“风控委”）评审及有权审批人审批两种。公司项目审批工作主要由风险管理部负责；授信 100 万以下的项目由风险管理部直接出具审查意见，100 万以上的项目需填写《授信业务风险审查表》。项目经风险管理部审查后，根据业务审批权限分别上报风控委，或不经风控委评审会议由有权审批人审批。公司风控委由 7 人组成，其中设主任一名，由董事长担任，设副主任一名，由公司总经理担任，其余成员由风控委员办公室呈报风控委主任决定。风控委评审会决议为授信项目的最终审批决定，2/3（含）以上的同意票数视为项目通过。风控委副主任或主任作为风控委的最终审批人，对风控委通过的项目可行使一票否决权。

项目通过公司评审后，公司法律合规部完成合同的草拟、准备、报批等工作。只有落实了反担保条件，法律合规部审核放款要素，分管财务等领导及有权审批人审批后，合同才能盖章发出。

● 项目保后、代偿及追偿处置管理

根据有关保后管理的规定，公司定期对在保项目进行调查和监测，对于异常项目及时采取相应措施。对于个人项目和正常类企业项目，原则上半年进行一次保后检查；关注类企业项目，按季进行保后检查；次级类企业项目，按月进行重点检查；次级以下项目根据风险控制委员会的具体要求进行处理。

近年来，针对全体系已发生多笔代偿的实际情况，公司出台了区县公司项目代偿追偿管理制度，进一步明确了代偿追偿工作流程，确保追偿工作及时、有序、科学推进，有效防范代偿转化为损失；2016 年新设资产保全部，负责项目的

代偿及追偿工作，进一步加强上述工作的执行力度。

● 反担保管理

公司目前采取的反担保措施主要包括应收账款、土地、房地产、三权资产抵押，股权、知识产权质押和第三方担保等。较为有力的反担保措施对缓释担保风险起到了积极作用。

总体看，公司构建了较为清晰的业务操作流程，业务管理制度逐步健全，担保业务风险管理体系逐步完善。但另一方面，在宏观经济持续低迷、担保客户经营效益下滑的背景下，随着担保业务规模的扩大以及担保业务种类的丰富，公司风险管理的精细化程度有待提高。

2. 担保业务组合风险分析

截至 2018 年末，公司担保责任余额 555.80 亿元。其中，融资担保责任余额 542.41 亿元，贷款担保责任余额与债券担保责任余额分别占融资担保责任余额的 29.78%和 70.22%（见附录 3：表 1）。

贷款担保方面，公司立足重庆地区，服务客户主要面向重庆市内“三农”及中小微企业，业务的区域集中度较高。公司本部担保客户包含重庆市主城区“三农”、中小企业、城投公司以及区县担保公司推荐的大额担保客户，区县担保公司主要服务所在区县农户、个体工商户、农村合作社和中小企业等。从贷款担保行业分布来看，公司贷款担保业务主要集中在农、林、牧、渔业。截至 2018 年末，公司第一大行业农、林、牧、渔业贷款担保责任余额占比 53.92%，前五大行业贷款担保责任余额占比 83.41%，贷款担保业务行业集中度处于较高水平（见附录 3：表 2）。从担保客户来看，公司担保业务客户数量较多，有利于分散担保业务风险。截至 2018 年末，公司贷款担保业务在保客户共 5611 户，户均余额 287.84 万元；单一最大客户集中度为 3.10%，前五大客户集中度为 9.99%。公司前五大贷款担保主要为工程类和基础设施建设类项目贷款担保，这些担保

客户所在区域地方政府财力水平均较强，自身经营性现金流较为充裕，反担保措施为土地抵押和平台公司反担保，风险相对可控。

公司债券担保客户以地方城投公司为主，主要分布在湖南、重庆、四川、安徽等中西部地区。公司城投公司客户主要定位于经济发展相对平稳、债务水平较低区域的县域核心平台，并主要优选资产质量较好、负债率低、债务结构合理的 AA-级及以上信用评级的城投公司。若拟担保城投公司非区域内唯一平台公司，公司原则上要求区域内其他平台公司为拟发债公司提供连带责任担保，且公司只介入该平台公司发行的第一笔企业债。截至 2018 年末，公司已落地地区县级城投公司企业债担保项目共 45 个，其中 AA 级以上城投公司企业债担保业务共 29 笔，高等级客户占比持续上升；第一大债券担保客户担保责任余额为 16.00 亿元，单一最大客户集中度为 4.21%；前五大债券担保客户担保责任余额合计 68.00 亿元，前五大客户集中度为 17.85%，整体看债券担保业务客户集中度不显著。公司债券担保的反担保措施主要为土地抵押、应收账款质押。2018 年，公司一债券担保客户发生资产管理产品阶段性逾期，公司对该客户担保余额为 4.30 亿元；该客户已于年内偿还该资产管理计划的本金及利息，目前生产经营情况正常且现金流较为充足。

从担保项目期限分布情况看，公司担保项目期限主要集中在 2 年以上，且随着中长期债券担保业务规模的增长，2 年以上担保业务占比持续上升。截至 2018 年末，公司担保期限在 2 年以上担保项目责任余额占比为 79.37%，其余担保期限主要集中在 1 年以内（见附录 3：表 3）。整体看，公司长期担保项目占比较高，将对风险管理提出更高的要求。

从代偿情况来看，近年来，在宏观经济增速放缓以及部分行业风险暴露等因素的影响下，公司担保业务代偿压力有所上升。为此，2017 年以来，公司进行业务结构转型，对风险相对较大的建筑、房地产和采矿等行业担保业务进行退出，

同时通过与银行协调担保贷款展期或借新还旧、向在保客户发放委托贷款等方式延缓代偿风险暴露，因此 2017 年当期担保代偿金额有所下降。但 2018 年以来，在不良贷款考核趋严的背景下，银行加大对担保公司贷款追偿力度，同时随着担保公司资产分类监管政策的逐步实施，公司对在保客户发放委托贷款的规模明显收缩。受以上因素影响，2018 年以来公司本部和区县担保公司代偿金额和代偿率明显上升。2018 年，公司本部和区县担保公司分别新增代偿 8.23 亿元和 2.24 亿元。2018 年，公司当期担保代偿额为 10.47 亿元，当期担保代偿率为 7.77%；截至 2018 年末累计担保代偿额为 25.27 亿元，累计担保代偿率为 3.70%（见附录 3：表 4）；代偿行业主要集中在农、林、牧、渔业及部分个人客户。从追偿情况来看，目前公司大多数采用的是非诉讼方式，即把所拥有的债权处置实现解保，采用诉讼方式的代偿项目基本上已有判决；同时，面对代偿规模较快上升，公司通过仲裁等方式积极处置风险项目，缩短代偿项目处置周期。截至 2018 年末，公司累计追回担保代偿金额 7.26 亿元，累计代偿回收率为 28.75%。

整体看，公司以农村产权抵押融资担保业务为主，由于农业具有周期长、风险大、回报低等属性，加之农村产权登记及收处机制尚未建立健全，农村资产登记难、变现难，致使农业担保风险偏大，因此在宏观经济低迷以及银行加大对担保公司贷款追偿力度的背景下，公司代偿金额和代偿率明显上升；城投债担保规模较大，客户主要集中在其相对较为熟悉的重庆地区平台公司，且反担保措施较为充足，但仍需关注在监管严控地方政府及平台公司举债的背景下相关业务所面临的风险。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，其中天健会计师事务所（特殊普通合伙人）对

2016 年合并财务报表进行了审计，重庆康华会计师事务所有限责任公司对 2017 年和 2018 年合并财务报表进行了审计，以上会计师事务所均出具了标准无保留意见审计报告。公司 2016 年和 2017 年审计报告的合并范围包括公司本部及重庆兴农鑫电子商务有限公司、重庆兴农资产经营管理有限公司、重庆兴农价格评估有限公司、重庆兴农股权投资基金管理有限公司、重庆市开州区兴农实业有限公司和 26 家区县子公司。2018 年，公司将子公司重庆市开州区兴农实业有限公司和重庆兴农股权投资基金管理有限公司的股权进行转让，同时由于 1 家区县子公司股权托管协议到期，公司丧失对该区县子公司的控制权，因此以上子公司不再纳入公司 2018 年审计报告合并范围。

此外，公司子公司兴农资管做为重庆市“十三五”高山生态扶贫搬迁项目资金“统承统贷统还”平台，2018 年末累计收到政府拨入扶贫专项资金共计 126.22 亿元，其中重庆市财政拨入资本金 24.40 亿元，计入公司合并财务报表中资本公积科目；国开行与农发行拨入资本金 12.31 亿元，计入公司合并财务报表中少数股东权益科目，发放政策性贷款 89.52 亿元。上述资金用于高山扶贫项目，已全部拨付至各个区县。

1. 资本结构

目前，公司的担保资金来源以股东投入的资本金为主。2016 年，公司所有者权益明显增长，主要是由于子公司兴农资管收到政府拨入扶贫专项资金所致。2017 年，公司分别通过股东补缴（货币）和未分配利润转增股本的方式增加实收资本 8.20 亿元和 1.80 亿元。截至 2018 年末，公司所有者权益为 98.42 亿元，其中实收资本 29.50 亿元，全部为国有法人资本；少数股东权益 42.15 亿元，占股东权益的比重为 42.83%，包括公司与重庆各区县政府合资成立的 25 家子公司，公司持股比例约为 10.00%，但因公司享有 51%的表决权而并表。截至 2018 年末，母公司所有者权益合计为 31.67 亿元，其中实收资本

29.50 亿元，占比为 93.16%；未分配利润 1.21 亿元，占比为 3.82%。

近年来，公司负债总额呈快速增长态势，主要是由于子公司兴农资管收到国开行及农发行政策性贷款影响所致。截至 2018 年末，公司负债总额 131.22 亿元。公司按当年担保费收入的 50%提取未到期责任准备金，同时冲销以前年度计提但担保责任于本期到期的责任准备金。公司根据财政部《融资性担保公司管理暂行办法》的规定并结合《城市产业银行贷款五级分类实施意见》计提担保赔偿准备，担保赔偿准备金累计达到当年担保责任余额的 10%实行差额提取。截至 2018 年末，公司担保赔偿准备和未到期担保责任准备金余额合计 17.38 亿元，占负债总额的 13.24%；其他负债余额 113.84 亿元，占负债总额的 86.76%，包括政府拨入扶贫贷款资金 89.52 亿元，存入担保保证金 7.17 亿元。截至 2018 年末，公司资产负债率为 57.14%。

总体看，受政策性贷款和资本金注入影响，公司股东权益及负债总额均快速增长，但由于公司及子公司兴农资管对政策性贷款均不实际承担还款义务，故整体债务压力较小。

2. 资产质量

公司以资金的安全性为首要原则，并考虑宏观经济环境和货币政策变化等外部因素，制定资金计划，资金运用包括银行存款、现金管理类产品和委托贷款等。

2016—2017 年，在政策性贷款和资本金注入的推动下，公司资产规模快速增长；2018 年，由于增资计划进程缓慢，在资本金的限制下，公司资产增速有所放缓。截至 2018 年末，公司资产总额为 229.63 亿元（见附录 3：表 5）。

2016—2017 年，由于 15.90 亿元的扶贫专项资金因银行支付系统问题暂未拨付，暂计入货币资金科目，公司货币资金规模明显上升；2018 年随着该部分扶贫专项资金拨付，货币资金规模和占比随之下降；剔除扶贫专项资金的

影响后，近年来公司货币资金规模较为稳定。截至 2018 年末，公司货币资金余额 39.60 亿元，占资产总额的 17.25%，以银行存款为主。公司货币资金中有 0.98 亿元的存款用于担保，该部分货币资金使用受限。

公司投资资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。近年来，随着理财产品配置力度的加大和权益投资规模的上升，公司投资资产规模持续增长。截至 2018 年末，公司投资资产余额 12.39 亿元，占资产总额的 5.39%，占比较低。其中，交易性金融资产余额 0.18 亿元，为子公司出于资金运营所投资的产品；可供出售金融资产余额 5.86 亿元，主要为公司持股占比低于 5.00%的股权投资；持有至到期投资余额 6.12 亿元，以银行保本理财为主；长期股权投资余额 0.21 亿元，主要为未纳入合并范围的重庆市渝中区兴农投小额贷款有限公司和重庆春垦农业开发有限公司等股权投资。

公司其他类资产主要由应收账款、存出担保保证金、委托贷款和计入其他非流动资产的拨付区县扶贫专项资金构成。近年来，公司其他类资产规模明显上升，主要是由于拨付区县扶贫专项资金规模增加所致。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 177.64 亿元，占资产总额的 77.36%，其中拨付给各区县扶贫专项资金 126.22 亿元；应收账款余额 20.33 亿元，账龄均在 1 年以内，并按 12.19%的比例计提了坏账准备，应收账款包含部分应收代位追偿款；存出保证金余额 12.78 亿元；委托贷款余额 7.43 亿元，较之前年度有所下降；其他应收款 5.75 亿元，为集团内部公司往来款。公司委托贷款业务主要由各区县公司发放，客户主要为各区县涉农中小企业，单笔业务规模较小。截至 2018 年末，公司委托贷款未出现逾期情况，资产质量较好。

总体看，受收到政策性资金的影响，公司资产规模持续增长，货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好，但增资进程缓慢对其资产端业务发展造成一定限制，整体资产增速有所放缓。

3. 盈利能力

公司营业总收入主要由担保业务收入和利息净收入构成。公司担保业务收入包括担保费、价格评估收入、咨询顾问费以及保后监管费等，以担保费收入为主；利息净收入主要产生于发放委托贷款等业务。2016—2017年，市场担保费率下降以及自身业务结构调整对公司营业总收入产生一定负面影响，但2018年以来随着直接融资担保业务快速发展，公司担保费收入明显上升，推动营业总收入快速增长。2018年，公司实现营业总收入7.43亿元，其中担保费收入5.20亿元，占营业总收入的70.01%，占比较高；咨询顾问费与利息净收入分别为0.11亿元和1.58亿元（见附录3：表6）。公司投资收益主要来自于理财产品等投资资产，近年来投资收益有所上升但整体规模不大，2018年投资收益为0.32亿元。

公司的营业支出主要由计提的担保赔偿准备、未到期担保责任准备金净额、业务及管理费和资产减值损失构成。公司按照政策计提贷款担保业务的赔偿准备和未到期担保责任准备金。近年来，随着担保业务规模的扩大以及担保代偿压力加大，公司提取的担保准备金规模有所上升，2018年提取准备金净额2.79亿元。公司业务及管理费用主要为职工薪酬，近年来随着业务规模的扩大，业务及管理费用逐年上升，但由于加强成本控制，费用收入比有所下降。2018年，公司业务及管理费支出1.97亿元，费用收入比为26.51%。公司资产减值损失主要为应收账款坏账损失，近年来代偿压力的加大导致公司资产减值损失规模上升，对当期净利润产生一定负面影响。

从收益率指标来看，在担保费收入增长的拉动下，公司净利润整体呈上升趋势，2018年实现净利润2.16亿元。但另一方面，由于收到扶贫专项资金导致公司资产及净资产增幅较大，公司平均资产收益率与平均净资产收益等指标虽有所回升但仍较低，同时代偿压力加大带来拨备及准备金计提规模上升也使

公司盈利承压。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来，公司经营活动产生的现金流保持净流出状态，且在支付赔付款项及支付其他与经营活动有关现金规模上升的影响下，净流出规模有所扩大；由于投资力度的加大，投资活动产生的现金流转为净流出；得益于公司及子公司资本金的增加，公司筹资活动产生的现金流保持净流入状态（见附录3：表7）。整体看，公司现金流趋紧。

根据公司财务报表估算，2017年随着股东补缴资本，公司净资本规模和净资本比例均有所上升。但2018年由于扣减收到的扶贫专项资金规模上升影响，公司净资本规模和净资本比例均有所下降，年末净资本为57.64亿元；净资本比率为58.57%（见附录3：表8）。近年来，在担保业务规模快速上升的影响下，公司净资产担保责任余额倍数与净资本担保责任余额倍数均明显上升，2018年末以上两项倍数分别为5.65倍和9.64倍，融资担保放大倍数为5.51倍。考虑到扶贫专项资金仅可用于高山生态扶贫搬迁工作，公司实际融资担保放大倍数高于账面数值。

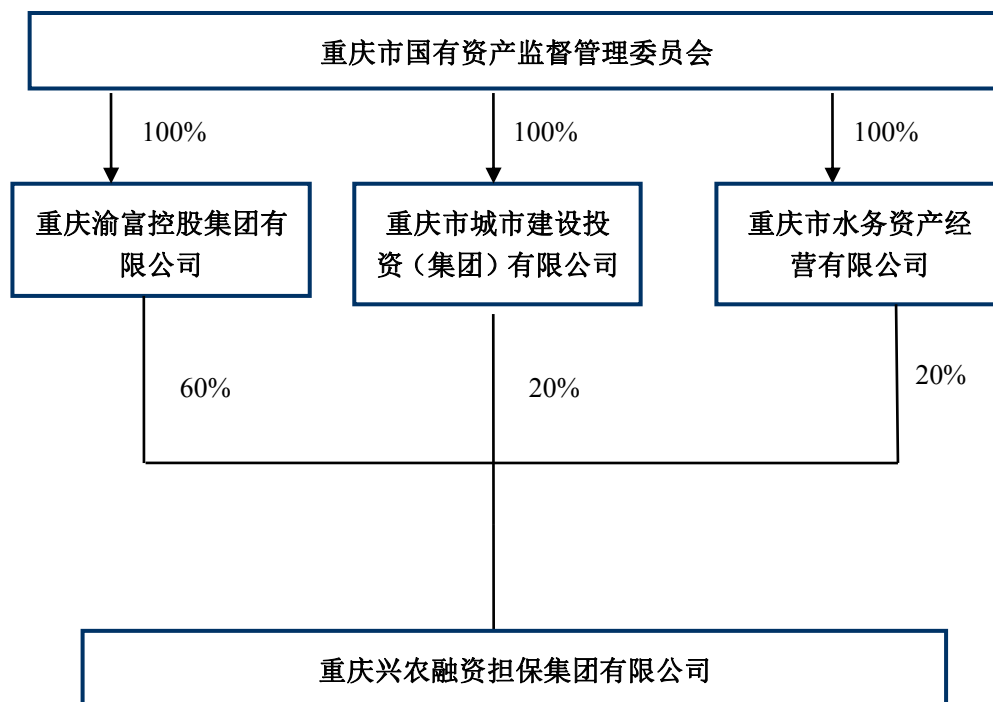
联合资信根据公司的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。近年来，在直接融资担保业务规模快速增长的影响下，公司担保业务组合风险价值规模明显上升，加之净资本下降，公司资本覆盖率明显

减弱，2018 年末资本覆盖率为 105.80%。

七、评级展望

公司作为重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押融资的省级担保公司，资本实力较强。公司业务范围覆盖重庆各个区县，在重庆区域内具备很强实力；目前公司构建了“1+25+3”的农村金融服务模式，形成了以融资担保为主业，综合价格评估、资产管理与网络金融的多元化金融服务体系。近年来，公司不断调整优化担保业务结构，债券担保业务实现快速发展，相关担保费收入大幅增加，推动净利润的增长和盈利能力的提升。但另一方面，受宏观经济低迷、“三农”及中小企业客户风险暴露以及监管趋严背景下银行加大担保公司贷款追偿力度的影响，2018 年以来公司担保代偿金额和代偿率均明显上升，担保业务信用风险管理压力有所加大。此外，中国农业发展银行拟通过农发基金的名义向公司注资 25 亿元，但因政策变动，存在一定不确定性，具体增资推进情况尚待观察。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录 3 主要财务数据及指标

表 1 担保业务统计数据 单位：亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
当年担保发生额	306.15	289.72	201.14
其中：融资担保	305.05	278.14	192.80
--贷款担保	129.25	158.70	52.50
--债券担保	174.70	119.44	140.30
非融资担保	1.10	11.58	8.34
期末担保责任余额	555.80	384.29	251.32
其中：融资担保	542.41	364.70	236.98
--贷款担保	161.51	158.50	184.48
--债券担保	380.90	206.20	52.50
非融资担保	13.39	19.59	14.34

数据来源：公司提供，联合资信整理

表 2 前五大行业担保（贷款）责任余额占比 单位：%

2018 年末		2017 年末		2016 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
农、林、牧、渔业	53.92	农、林、牧、渔业	61.68	农、林、牧、渔业	56.48
公共设施管理	14.52	公共设施管理	11.70	工业	7.76
社会保障业	8.49	房地产及建筑	7.04	建筑业	3.63
房屋和土木工程建筑业	3.42	其他服务业	6.47	房地产业	0.12
工业及制造业	3.06	工业及制造业	2.82	商贸流通业	6.10
合计	83.41	合计	89.71	合计	74.11

注：2016 年数据为母公司口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 3 担保业务期限分布 单位：亿元、%

担保期限	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比
1 年以内	83.20	14.97	132.79	34.55	2.60	1.70
1~2 年	31.44	5.66	13.17	3.43	69.86	45.70
2 年以上	44.12	79.37	238.33	62.02	80.40	52.60
合计	555.80	100.00	384.29	100.00	152.86	100.00

注：2016 年数据为母公司口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 4 担保业务代偿率与回收率 单位：亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
当期担保代偿额	10.47	2.95	4.83
当期担保代偿率	7.77	1.83	3.18
年末累计担保代偿率	3.70	2.45	2.71
年末累计代偿回收率	28.75	17.41	-

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

表 5 资产结构 单位：亿元、%

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.60	17.25	50.63	22.63	32.18	20.58
投资资产	12.39	5.39	7.60	3.40	5.67	3.63
其他类资产	177.64	77.36	165.50	73.97	118.46	75.79
合计	229.63	100.00	223.73	100.00	156.31	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 6 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业总收入	7.43	6.12	6.36
担保费收入	5.20	4.55	4.20
咨询顾问费	0.11	0.15	0.04
利息净收入	1.58	1.12	1.47
营业支出	5.66	4.69	4.48
担保赔偿准备	2.49	2.55	2.75
提取未到期担保责任准备	0.30	-0.33	-0.55
减：摊回未到期担保责任准备	-	-	-
业务及管理费	1.97	1.85	1.80
资产减值损失	0.63	0.29	0.29
投资收益	0.32	0.17	0.17
营业利润	2.23	1.81	2.05
净利润	2.16	1.48	1.87
费用收入比	26.51	30.17	28.31
平均资产收益率	0.95	0.78	1.65
平均净资产收益率	2.20	1.60	2.78

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 7 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	-8.41	-4.74	-3.41
投资活动产生的现金流量净额	-4.97	-1.85	0.98

筹资活动产生的现金净流量	1.87	25.09	2.25
现金及现金等价物净增加额	-11.51	18.51	-0.19
期末现金及现金等价物余额	38.62	50.13	31.62

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 8 公司资本充足性指标 单位：亿元、倍、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
担保责任余额	555.80	384.29	251.32
融资担保余额	542.41	364.70	236.98
净资产	98.42	97.69	87.45
净资本	57.64	63.33	43.98
净资产担保责任余额倍数	5.65	3.93	2.87
净资本担保责任余额倍数	9.64	6.07	5.71
融资担保放大倍数	5.51	3.73	2.71
净资本比率	58.57	64.83	50.29
资本覆盖率	105.80	171.99	173.99

注：净资本已扣除计入资本的扶贫专项资金

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业总收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
融资担保放大倍数	融资担保余额/净资产
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录 5-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 重庆兴农融资担保集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在重庆兴农融资担保集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆兴农融资担保集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。重庆兴农融资担保集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，重庆兴农融资担保集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆兴农融资担保集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重庆兴农融资担保集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆兴农融资担保集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆兴农融资担保集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。