

2019 年沅江市城市建设投资开发有限责任公司  
公司债券(第一期)  
2020 年跟踪信用评级报告



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：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【485】号 01

债券简称：19 沅江城投  
债 01/19 沅江 01

增信方式：保证担保

担保主体：益阳市城市  
建设投资运营集团有限  
责任公司

债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：2026 年  
1 月 18 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，第 3 年末起逐  
年按债券发行总额 20%  
的比例偿还债券本金

分析师

姓名：  
蒋晗 刘惠琼

电话：  
0755-82872658

邮箱：  
jianghan@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2019 年沅江市城市建设投资开发有限责任公司 公司债券（第一期）2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 24 日	2019 年 6 月 28 日

### 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”）对沅江市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“沅江城投”或“公司”）及其 2019 年 1 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司未来收入较有保障，获得的外部支持力度仍较大，并且益阳市城市建设投资运营集团有限责任公司<sup>1</sup>（以下简称“益阳城投”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

### 正面：

- 公司未来收入较有保障。公司主要承担沅江市城市基础设施建设、安置房建设及国有资产运营等任务，截至 2019 年末，公司待结算工程及土地平整项目开发成本账面价值为 29.01 亿元，未来收入来源较有保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。公司作为沅江市城市重要的基础设施建设主体，2019 年获得沅江市财政局 1.16 亿元的政府补助，提升了公司利润水平。
- 益阳城投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。根据中证鹏元综合评定，益阳城投主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

<sup>1</sup> 2020 年 4 月 17 日，益阳市城市建设投资开发有限责任公司名称变更为益阳市城市建设投资运营集团有限责任公司。

## 关注：

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末公司应收款项账面价值合计 48.11 亿元，占总资产的 38.16%，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用；存货账面价值 57.78 亿元，占总资产的 45.84%，主要为土地资产和开发成本。此外，公司无形资产中账面价值 7.45 亿元的砂石采矿权尚未办理相关权证。
- **公司业务回款情况差，面临一定的资金压力。**2019 年公司收现比为 0，主营业务回款情况差；截至 2019 年末，公司主要在建项目后续尚需投入资金 6.74 亿元，随着在建项目的持续推进，公司面临一定的资金压力。
- **公司仍面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 38.57 亿元，占总负债的 52.19%，规模仍较大，EBITDA 利息保障倍数为 1.01，2020-2021 年需偿还的有息债务合计 18.33 亿元，公司仍面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 9.52 亿元，占期末净资产的比重为 18.25%，担保对象均为国有企业，但对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,260,559.66	1,191,452.73	1,201,414.15
所有者权益	521,597.47	513,651.05	498,398.67
有息债务	385,692.60	397,144.11	488,287.48
资产负债率	58.62%	56.89%	58.52%
现金短期债务比	0.84	0.90	1.87
营业收入	69,302.67	66,156.44	77,809.79
其他收益	7,716.61	23,510.60	10,700.00
利润总额	12,219.04	15,381.76	7,336.72
综合毛利率	12.54%	13.16%	13.03%
EBITDA	21,461.86	24,950.51	16,864.19
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.08	0.64
经营活动现金流净额	26,082.76	19,804.64	-62,862.63
收现比	0.00	0.54	0.45

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

益阳城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,608,547.13	2,301,152.87	2,297,597.73
所有者权益	1,400,167.23	1,371,896.40	1,345,963.35
资产负债率	46.32%	40.38%	41.42%
营业收入	163,275.55	165,178.75	128,180.57
净利润	27,780.83	22,817.16	10,947.48
经营活动现金流净额	-4,892.21	32,461.38	5,015.55

资料来源：益阳城投 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月18日发行7年期3亿元公司债券，其中募集资金2.10亿元拟用于沅江市城区安置房建设项目，0.90亿元拟用于补充营运资金。根据公司提供的说明，本期债券募集资金专项账户共2个，截至2020年3月21日，本期债券募集资金专项账户一的余额为15.19万元；截至2020年4月14日，本期债券募集资金专项账户二的余额为1.20万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为30,000万元，沅江市人民政府持有公司100%股权，为公司的控股股东和实际控制人。

2019年6月，根据沅江市人民政府《关于变更沅江市城市建设投资开发有限责任公司法人代表及董事会、监事会成员的批复》，公司法人代表、董事会及监事会成员发生变更，详见表1。

**表1 跟踪期公司董事、监事、高管变动情况**

职务	变更前人员构成	变更后人员构成
法人代表、董事长、总经理	谭洪祥	周斌
董事	谭洪祥、张慧丽、郭楚云、郭劲、肖建明	周斌、徐帆、黄红豆、张弦、张军辉
监事	周斌、徐帆、聂连英、周建、李立新	许凌锋、肖建明、李立新、李岳岳、汪郁蓉

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年，公司主营业务范围未发生重大变化，仍主要承担沅江市城市基础设施建设、安置房建设及国有资产运营等任务，公司报表合并范围未发生变化，截至2019年末，公司纳入合并范围子公司共3家，明细如下表所示。

**表2 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖南沅江桔城工业项目开发有限公司	12,316.57	97.43%	农业技术示范、产业开发、结构调整、招商引资、园内基础设施建设、建材购销、土地一级开发、厂房租赁

开元发展（沅江）投资有限责任公司	7,200.00	69.44%	城市开发建设；城市基础设施、配套项目投资及开发建设；房地产开发经营等
沅江市易地扶贫搬迁有限公司	5,000.00	100.00%	易地扶贫搬迁项目及农业、林业、渔业扶贫项目的开发、经营；农村基础设施建设、维修、城市基础设施建设等

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府

债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**2019年沅江市经济增速放缓，基础设施投资保持较快增长，但整体固定资产投资大幅下降**

2019年沅江市实现地区生产总值（GDP）258.12亿元，同比增长3.9%，经济增速放缓。2019年沅江市实现第一产业增加值60.60亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值101.19亿元，同比下降0.2%；第三产业增加值96.33亿元，同比增长10.0%，三次产业结构由2018年的16.7：35.2：48.1调整为2019年的23.5：39.2：37.3，第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为17.6%、-2.5%和84.9%，第二产业下滑为经济增速放缓的主要因素。2019年沅江市人均GDP为36,967元，占全国人均地区生产总值的比重为52.2%。

从工业产业来看，沅江市工业产业动力不足，2019年沅江市规模以上工业增加值下降1.5%。全市规模工业企业年产值过亿元的有101家，比上年减少9家；年产值过5亿元的有19家，比上年减少3家。全年新入规工业企业17家，以中小规模为主，大型企业少，对经济拉动作用有限。因环保、效益不佳等原因，造纸企业全面关停，部分船舶企业停产，工业产业高质量发展缺乏有力支撑。

固定资产投资方面，2019年沅江市固定资产投资同比下降10.1%，增速大幅下降。从投资方向来看，民生投资同比下降56.5%，生态投资同比增长7.0%；基础设施投资同比增长18.8%，高新技术产业投资同比增长31.1%，工业技改投资同比下降15%。2019年沅江市房地产开发投资14.41亿元，比上年增长5.1%。商品房销售额24.81亿元，增长12.7%，房地产市场发展较为平稳。2019年沅江市社会消费品零售总额为109.78亿元，同比增长9.9%，成为拉动经济增长的重要动力。

**表3 沅江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	258.12	3.9%	309.87	8.0%
第一产业增加值	60.60	3.2%	51.81	3.7%
第二产业增加值	101.19	-0.2%	108.89	7.9%
第三产业增加值	96.33	10.0%	149.17	9.7%
规模以上工业增加值	-	-1.5%	-	8.1%
固定资产投资	-	-10.1%	-	6.9%
社会消费品零售总额	109.78	9.9%	99.85	10.2%
存款余额	251.58	3.4%	243.21	14.1%
贷款余额	137.01	20.0%	-	-

人均 GDP（元）	36,967	44,551
人均 GDP/全国人均 GDP	52.15%	68.9%

注：地区生产总值、各产业增加值、人均地区生产总值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算。  
 资料来源：2018-2019 年沅江市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年沅江市实现公共财政收入 12.51 亿元，同比增长 7.2%；同期沅江市公共财政支出为 59.84 亿元，同比增长 20.91%。

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，营业收入仍主要来源于工程代建和土地平整收入。2019年公司实现营业收入6.93亿元，同比增长4.76%。工程代建收入和土地平整收入是公司收入的主要来源，2019年分别占当期营业收入的40.12%及59.74%。此外，其他业务收入是公司以持有工业厂房及仓库等对外出租形成的租金收入，对公司收入形成一定补充，但近年来该业务规模较小，对收入的贡献不大。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	27,804.69	11.54%	31,639.30	13.04%
土地平整收入	41,403.77	13.04%	34,219.14	13.04%
其他业务	94.21	83.34%	298.00	38.08%
<b>合计</b>	<b>69,302.67</b>	<b>12.54%</b>	<b>66,156.44</b>	<b>13.16%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司在建工程代建项目较多，业务具备一定的可持续性，但在建项目投资规模较大，存在一定资金支出压力**

沅江市人民政府将沅江市基础设施建设项目以“委托代建”模式委托公司进行建设。公司与沅江市人民政府签订框架性的《项目建设管理服务合作协议》，合同约定在市政府有关部门确认当年代建工程合格并验收后，按照约定向公司支付工程管理服务费和垫付资金；市政府支付公司款项按照协议条款每年进行确认，其中公司各年代建管理服务费为公司实际发生的成本为基础乘以代建费率，按代建管理费率15%进行结算，具体结算金额以年度工程建设结算单为准。但是，公司并未就单一项目与沅江市人民政府签订合同，公司资金回收存在一定的不确定性。

2019年公司实现工程代建收入2.78亿元，同比下降12.12%，主要系当期结算项目多为已完工项目尾款。2019年工程代建收入主要源自沅江市三水厂配套管网建设工程、2015

年沅江市公租房（一期）、2015年公租房（一期）建设项目高低配电工程（双电源）等工程项目。

**表5 2018-2019年公司工程代建收入前五大项目明细（单位：万元）**

序号	2019 年代建项目名称	代建收入
1	沅江市三水厂配套管网建设工程	2,616.52
2	2015 年沅江市公租房（一期）	2,214.09
3	2015 年沅江公租房（一期）建设项目高低配电工程（双电源）	1,329.15
4	下琼湖环湖岸线整治及污水管网第四标工程	1,035.87
5	沅江市道路交通安全设施新建和升级改造项目	808.23
合计	-	<b>8,003.86</b>
序号	2018 年代建项目名称	代建收入
1	2015 年沅江市公租房（一期）	5,290.93
2	佳源-迎丁琼、沅丁香（110KV、35KV）线路杆迁（后续）工程	2,270.45
3	2015 年沅江市公租房（一期）外墙保温一体板工程	1,366.34
4	新湾镇新湾村公益赤山公墓建设一标段工程	1,266.53
5	市第一中白改黑及配套工程建设	983.70
合计	-	<b>11,177.94</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为沅江市城市基础设施建设的运营主体，公司目前代建项目较多，投资金额较大，业务具备一定的持续性。截至2019年末，公司主要在建项目总投资额为8.53亿元，后续尚需投入资金6.74亿元，其中狮山东路和碧桂园附属道路工程等项目，建设周期较长。由于公司垫付工程款项与政府工程款结算之间存在时滞，公司面临一定的资金压力。截至2019年末，本期债券募投项目已基本完工，尚处于审计决算阶段，暂未产生收益。

**表6 截至2019年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资
狮山东路和碧桂园附属道路工程	5.06	0.14
南洞庭大道及南洞庭大桥建设	1.35	0.85
熊家冲棚改配建道路	1.14	0.54
城区市政公用设施维护维修	0.33	0.05
城区小型基础配套设施建设	0.30	0.04
红星美凯龙家居市场配套建设	0.20	0.09
城区公共停车场建设	0.15	0.08
合计	<b>8.53</b>	<b>1.79</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年公司土地平整业务收入保持增长，待结算项目规模较大，业务持续性较好**

公司土地平整业务主要是沅江市范围内的土地开发整理，依据与沅江市人民政府签订框架性的《项目建设管理服务合作协议》，公司在完成土地开发整理后，交由政府组织公开交易，由相关部门对公司当年土地开发成本进行审核确认，审核通过后，确认开发过程中发生的各项支出作为土地投资成本。土地出让收入按土地投资成本的115%确认，由财政拨付公司作为土地开发的投资回报。

2019年公司实现土地平整收入4.14亿元，同比增长21.00%，保持较快增长，主要源自沅江市琼湖街道办事处太白社区巨龙组巴山西路南北两侧、沅江市新沅路东侧、乔江路北侧、沅江市琼湖街道办事处桔园路西侧交、沅江市庆云山办事处书院路23号等项目。截至2019年末，公司待结算土地平整项目规模较大，未来可形成一定规模的土地平整收入，业务持续性较好。

#### 公司继续获得较大的外部支持，提升了利润水平

为了支持公司业务运营，更好发挥公司在城市基础设施建设中的重要作用，2019年当地政府继续通过政府补助等方式给予公司较大的支持。2019年沅江市财政局给予公司1.16亿元专项补贴，提升了公司利润水平。

## 五、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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司报表合并范围未发生变化，截至2019年末，公司报表合并范围子公司共计3家。

### 资产结构与质量

**2019年公司资产规模保持稳定，存货和应收款项占比较高，存货变现能力较弱，应收款项回收时间不确定性较大，部分应收款项回收风险较大，整体资产流动性较弱**

截至2019年末，公司总资产为126.06亿元，保持稳定。公司资产结构相对稳定，仍以流动资产为主，流动资产占总资产比重达91.90%。

截至2019年末，公司货币资金余额为9.92亿元，主要为银行存款，其中7.00亿元的银行定期存单被质押，使用受限，2020年1月质押款已到期。

公司应收账款主要为应收沅江市财政局代建工程回购款和土地出让收入款，截至2019

年末，公司应收账款账面价值为28.28亿元，其中应收沅江市财政局代建工程回购款和土地出让收入款28.28亿元，占应收账款期末余额的99.78%，回收风险较小，但回收时间存在较大不确定性；此外，应收天支生物技术有限公司、湘中木业公司等款项合计636.61万元，该等应收款账龄均在5年以上，回收风险较大，已全额计提坏账准备。

截至2019年末，公司其他应收款账面价值19.82亿元，其五大应收对象为政府部门和当地国企，合计占其他应收款总额的73.94%，多数账龄时间较长；此外应收湖南明星麻业股份有限公司、刘毛利、湖南万森木业有限公司、大地中药饮片有限公司等款项合计0.35亿元，已全额计提坏账准备。整体来看，公司应收款项占比较大，2019年末合计占总资产的38.16%，且部分款项账龄较长，资金回收具有不确定性，对公司资金形成较大占用。

公司存货由工程施工、开发成本及经营用土地构成，截至2019年末，公司存货账面价值57.78亿元，其中工程施工及开发成本账面价值29.01亿元，主要为对尚未开发整理完的项目土地所支出的土地征用及拆迁安置补偿费、项目的规划设计可行性研究费用、建安工程费、基础设施费、公共配套设施费、项目建设成本以及本期债券募投项目投入等；经营用土地资产总面积合计3,570.22亩，账面价值28.77亿元，经营用土地类型为国有出让，主要用途为商住；其中账面价值0.58亿元土地已用于借款抵押。

截至2019年末，公司无形资产账面价值7.53亿元，主要为公司拥有的沅江市南洞庭洪道西段及草尾河尾间石坝咀段砂石矿采砂权，该采砂权价值业经中瑞国际资产评估(北京)有限公司出具中瑞评报字【2016】第000370号评估报告予以确认。截至2019年末，该采砂权尚未办理相关权证且未产生收入。

整体来看，2019年公司资产规模保持稳定，资产以存货和应收款项为主，存货主要为工程施工、开发成本及经营用土地，变现能力较弱，应收款项回收时间存在较大不确定性，对公司营运资产形成较大占用，公司资产整体流动性较弱。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	99,231.91	7.87%	107,384.59	9.01%
应收账款	282,840.98	22.44%	211,556.26	17.76%
其他应收款	198,243.06	15.73%	140,393.60	11.78%
存货	577,779.15	45.84%	622,478.06	52.25%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,158,453.63</b>	<b>91.90%</b>	<b>1,082,206.63</b>	<b>90.83%</b>
无形资产	75,269.00	5.97%	83,804.76	7.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>102,106.03</b>	<b>8.10%</b>	<b>109,246.10</b>	<b>9.17%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,260,559.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,191,452.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入小幅上升，外部支持对公司利润水平提供重要补充

2019年公司实现营业收入6.93亿元，同比增长4.76%，收入规模有所上升，主要系公司土地平整收入规模上升所致。公司收入主要源自工程代建收入和土地平整收入，2019年公司实现工程代建收入2.78亿元，同比下降12.12%，主要系当期结算项目多为已完工项目尾款，确认的工程代建收入较少。2019年公司实现土地平整业务收入4.14亿，收入稳定增长。公司其他业务收入是公司拥有的所有工厂厂房及仓库等对外出租形成的收入，规模较小，对公司收入贡献较小。公司综合毛利率较稳定，主要是沅江市人民政府按照《项目建设管理服务合作协议》约定15%工程代建费率进行结算。截至2019年末，公司存货中待结算工程及土地平整项目开发成本账面价值为29.01亿元，公司未来业务持续性较好

此外，2019年公司获得政府补助1.16亿元，占当期利润总额的95.23%，外部支持对公司利润水平提供重要补充。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	69,302.67	66,156.44
其他收益	7,716.61	23,510.60
营业利润	5,293.47	18,500.73
利润总额	12,219.04	15,381.76
综合毛利率	12.54%	13.16%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 2019年公司业务回款情况差，仍有一定规模的在建项目尚需投资，存在一定的资金压力

2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为20.00万元，业务回款能力差。公司经营活动现金流入主要来自公司收到的财政补助款以及公司与其他单位的往来款。经营活动现金流出主要是相应业务的成本支出以及与其他单位的往来款。2019年公司经营活动现金净流入2.61亿元，主要系公司经营活动支出规模减少所致。

投资和筹资活动方面，2019年公司投资活动收支规模较少，2019年公司筹资活动产生的现金净流出3.19亿元，主要系公司偿还债务支付的资金。截至2019年末，公司主要在建

项目尚需投入资金6.74亿元，存在一定的资金压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.00	0.54
销售商品、提供劳务收到的现金	20.00	35,451.07
收到的其他与经营活动有关的现金	44,287.27	46,197.08
经营活动现金流入小计	44,307.27	81,648.16
购买商品、接受劳务支付的现金	10,586.33	32,497.43
支付的其他与经营活动有关的现金	7,000.06	28,380.38
经营活动现金流出小计	18,224.50	61,843.52
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>26,082.76</b>	<b>19,804.64</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,235.99</b>	<b>-234.40</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-31,895.82</b>	<b>-45,702.00</b>
现金及现金等价物净增加额	-8,049.04	-26,131.76

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，整体仍面临较大的偿债压力

受益于经营盈余积累，公司所有者权益保持平稳增长，截至2019年末，公司所有者权益合计52.16亿元；2019年负债总额同比增长9.02%至73.90亿元；公司产权比率由2018年末的131.96%上升至2019年末的141.67%，所有者权益对负债的覆盖程度有所弱化。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	738,962.19	677,801.68
所有者权益	521,597.47	513,651.05
产权比率	141.67%	131.96%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019年末公司负债仍以流动负债为主。截至2019年末，公司短期借款余额为0，已全部偿付。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款6.02亿元及一年内到期的其他非流动负债5.85亿元（主要为信托、融资租赁等）。公司其他应付款主要为与当地政府部门及国有企业的往来款及借款（无息），截至2019年末，其他应付款余额33.58亿元，同比增长27.91%。

截至2019年末，公司长期借款余额12.42亿元，主要是抵押、质押借款，其中抵质押物包括湖南省保障性安居工程投资有限公司应收账款、湖南省棚户区改造投资有限公司应

收账款、公司下属子公司开元发展（沅江）投资有限责任公司应收账款、大额存单等。

应付债券为公司2017年非公开发行的公司债券第一期（发行规模3.00亿元、到期日2022年6月）和第二期（发行规模2.00亿元，到期日2022年9月）及本期债券。长期应付款为扶贫项目借款，2019年末余额为0.46亿元。

其他非流动负债主要是公司向沅江市其他企事业单位筹集项目建设资金借款、信托借款和融资租赁借款等，均为有息债务，截至2019年末，公司其他非流动负债余额5.90亿元，公司向其他企事业单位所借项目建设资金按照银行同期借款利率承担利息费用。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	18,000.00	2.66%
其他应付款	335,752.43	45.44%	262,498.53	38.73%
一年内到期的非流动负债	118,789.20	16.08%	101,297.31	14.94%
<b>流动负债合计</b>	<b>472,005.21</b>	<b>63.87%</b>	<b>396,872.38</b>	<b>58.55%</b>
长期借款	124,199.84	16.81%	137,979.64	20.36%
应付债券	79,080.40	10.70%	49,463.62	7.30%
长期应付款	4,590.00	0.62%	4,590.00	0.68%
其他非流动负债	59,033.15	7.99%	85,813.54	12.66%
<b>非流动负债合计</b>	<b>266,956.98</b>	<b>36.13%</b>	<b>280,929.29</b>	<b>41.45%</b>
<b>负债合计</b>	<b>738,962.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>677,801.68</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	385,692.59	52.19%	397,144.11	58.59%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款和其他非流动负债，截至2019年末，公司有息债务为38.57亿元，占负债总额的52.19%，整体规模依然较大，其中2020-2021年需偿还的本金合计18.33亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

**表12 截至2019年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
本金	11.88	6.45	10.94	9.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能指标看，2019年末公司资产负债率为58.62%，整体债务规模有所上升。2019年公司现金短期债务比为0.84，且考虑到公司货币资金大额质押存单已于2020年1月到期，公司现金对短期债务的覆盖程度尚可。受公司利润规模下降的影响，2019年公司EBITDA

下降至2.15亿元，EBITDA利息保障倍数与上年基本持平，有息债务/EBITDA小幅上升至17.97，仍处于较高水平，且公司主业收现能力弱，公司依然面临较大的偿债压力。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	58.62%	56.89%
现金短期债务比	0.84	0.90
EBITDA（万元）	21,461.86	24,950.51
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.08
有息债务/EBITDA	17.97	15.92

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 益阳城投为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性

益阳城投成立于 1996 年，由益阳市财政局和益阳市建设委员会共同出资成立，初始注册资本为 5,000 万元。截至 2019 年末，益阳城投注册资本 65,000.00 万元，实收资本 65,000.00 万元，益阳城投实际控制人为益阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

近年来，益阳城投得到了益阳市政府的大力支持，承接了益阳市主要基础设施建设重要项目，在城市基础设施、土地收购储备开发、保障性住房建设等领域的项目积累了丰富的经验。2019 年，益阳城投实现主营业务收入 163,068.50 万元，市政建设工程业务是益阳城投主要收入和利润来源。近年来益阳城投承接的土地开发业务量较不稳定，土地开发业务收入存在一定波动。2019 年益阳城投继续获得当地政府较大力度的支持。

截至 2019 年 12 月 31 日，益阳城投总资产为 2,608,547.13 万元，所有者权益合计 1,400,167.23 万元，资产负债率为 46.32%；2019 年益阳城投实现营业收入 163,275.55 万元，利润总额 38,135.59 万元，经营活动现金净流出 4,892.21 万元。

**表14 益阳城投主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
总资产	2,608,547.13	2,301,152.87
所有者权益	1,400,167.23	1,371,896.40
有息债务	889,443.92	621,835.92
资产负债率	46.32%	40.38%
现金短期债务比	3.02	0.29
营业收入	163,275.55	165,178.75

其他收益	17,702.21	18,117.07
利润总额	38,135.59	32,307.50
综合毛利率	17.28%	13.41%
EBITDA 利息保障倍数	-	1.67
经营活动现金流净额	-4,892.21	32,461.38

资料来源：益阳城投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

益阳城投经营情况良好，经中证鹏元综合评定，益阳城投的主体长期信用等级为AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

#### 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计为95,200.83万元，占2019年末公司净资产比重的18.25%，担保对象均为国有企业。公司对外担保未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表15 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
沅江市德瑞建设投资有限公司	22,665.00	2030.12.31	否
沅江市德瑞建设投资有限公司	18,000.00	2036.12.14	否
沅江远大建设投资有限公司	30,000.00	2036.12.22	否
湖南省保障性安居工程有限公司	8,785.67	2029.08.14	否
湖南省棚户区改造投资有限公司	15,750.16	2041.01.11	否
<b>合计</b>	<b>95,200.83</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司涉及一起未决诉讼或仲裁形成的或有事项，事项如下：公司与邓楚华等5人的建设工程施工合同纠纷目前已进入一审阶段，诉讼标的267.89万元，预计需要赔偿诉

讼标的金额的20%，公司已确认预计负债53.58万元。截至本报告日，上述在诉事项尚未结束，法院未作最后判决。

## 八、评级结论

作为沅江市城市基础设施建设的运营主体，公司目前代建项目较多，截至2019年末，公司存货中待结算工程及土地平整项目开发成本账面价值为29.01亿元，未来收入较有保障。2019年沅江市政府给予公司1.16亿元的政府补助，提升了公司利润水平。此外，益阳城投提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。

同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，业务回款情况差，随着在建项目的持续推进，公司面临一定的资金支出压力，且有息债务规模较大，偿债能力指标表现一般，仍面临较大的偿债压力。此外，公司对外担保存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元将本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	99,231.91	107,384.59	133,412.71
应收账款	282,840.98	211,556.26	211,697.71
其他应收款	198,243.06	140,393.60	101,041.54
存货	577,779.15	622,478.06	631,379.49
无形资产	75,269.00	83,804.76	92,340.52
资产总计	1,260,559.66	1,191,452.73	1,201,414.15
短期借款	0.00	18,000.00	19,000.00
其他应付款（合计）	335,752.43	262,498.53	200,915.12
一年内到期的非流动负债	118,789.20	101,297.31	52,441.00
长期借款	124,199.84	137,979.64	174,194.84
应付债券	79,080.40	49,463.62	49,308.48
长期应付款（合计）	4,590.00	4,590.00	5,300.00
其他非流动负债	59,033.15	85,813.54	188,043.16
负债合计	738,962.19	677,801.68	703,015.48
有息债务	385,692.60	397,144.11	488,287.48
所有者权益合计	521,597.47	513,651.05	498,398.67
营业收入	69,302.67	66,156.44	77,809.79
其他收益	7,716.61	23,510.60	10,700.00
营业利润	5,293.47	18,500.73	7,442.25
净利润	12,201.42	15,452.38	7,472.94
经营活动产生的现金流量净额	26,082.76	19,804.64	-62,862.63
投资活动产生的现金流量净额	-2,235.99	-234.40	-409.80
筹资活动产生的现金流量净额	-31,895.82	-45,702.00	57,238.27
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	12.54%	13.16%	13.03%
收现比	0.00	0.54	0.45
产权比率	141.67%	131.96%	141.05%
资产负债率	58.62%	56.89%	58.52%
现金短期债务比	0.84	0.90	1.87
EBITDA（万元）	21,461.86	24,950.51	16,864.19
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.08	0.64
有息债务/EBITDA	17.97	15.92	28.95

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款(合计)+其他非流动负债

## 附录三 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。