



2017年第一期、2019年第一期湖南森特 实业投资有限公司公司债券 2021年跟踪 评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。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：



2017年第一期、2019年第一期湖南森特实业投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17森特债01等级	AA	AA
19森特债01等级	AA	AA
评级日期	2021-06-30	2020-07-13

评级观点

- 中证鹏元对湖南森特实业投资有限公司（以下简称“森特投资”或“公司”）及其2017年11月发行的2017年第一期公司债券（以下简称“17森特债01”）和2019年6月发行的2019年第一期公司债券（以下简称“19森特债01”）的2021年跟踪评级结果为：“17森特债01”及“19森特债01”的信用等级均维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司土地整理和工程建设业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，资金压力和偿债压力较大等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且可望持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：PR17森特/17森特债01
19森特01/19森特债01

债券剩余规模：PR17森特：2亿元
19森特01：8亿元

债券到期日期：PR17森特：2024-11-28
19森特01：2026-6-6

偿还方式：PR17森特：每年付息一次，债券存续期的第3-7年末分别偿还60%、10%、10%、10%、10%的本金。
19森特01：每年付息一次，债券存续期的第3-7年末分别偿还20%本金。

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	1,434,676.48	1,296,898.59	1,100,483.76
所有者权益	618,872.19	548,412.09	533,525.96
总债务	530,206.48	512,528.56	434,038.12
资产负债率	56.86%	57.71%	51.52%
现金短期债务比	3.34	3.24	-
营业收入	64,415.38	63,803.87	62,440.09
其他收益	11,301.51	11,034.44	10,791.41
利润总额	17,417.09	16,332.28	14,525.14
销售毛利率	11.55%	12.24%	11.21%
EBITDA	17,530.24	16,770.84	15,464.42
EBITDA利息保障倍数	0.64	0.73	0.76
经营活动现金流净额	2,743.60	-70,357.94	-159,328.76
收现比	0.80	0.71	1.38

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**依托良好的工业基础及高新技术产业投资带动等，2020年衡阳市地区生产总值实现3,508.50亿元，增长4.0%，其中有色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业等行业的增加值增长较快，松木经济开发区的盐卤化工及精细化工、新能源等支柱产业亦发展较好。
- **公司土地整理和工程建设业务可持续性较好。**公司主要从事松木经济开发区范围内的土地整理开发和基础设施建设等业务。截至2020年底，公司土地整理业务形成的待结算开发成本规模较大，在建项目数量较多，投资规模较大，未来公司主要业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司主要承担衡阳市松木经济开发区内的城市基础设施建设与管理等职能，2020年5月衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会将衡阳市金源开发建设投资有限公司部分资产、债权及债务无偿划拨给公司。此外2020年公司继续获得政府补助，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以应收款项和存货为主，应收账款部分款项账龄偏长，对资金形成长期占用；以土地及开发成本为主的存货占总资产的大部分，其中土地抵押比率较高，整体资产流动性偏弱。
- **公司经营活动收现能力一般，面临较大的建设资金压力。**2020年公司业务回款能力一般，截至2020年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增加，整体偿债压力较大。**截至2020年底，公司总债务规模较上年小幅提升，绝对规模较大，占总负债比重较高，且公司EBITDA利息保障倍数处于较低水平，整体面临较大的偿债压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于“17森特债01”、“19森特债01”的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年11月和2019年6月合计发行了7年期13.00亿元公司债券，其中“17森特债01”发行规模5.00亿元，“19森特债01”发行规模8.00亿元，募集资金计划用于电镀中心项目、标准厂房四期项目以及绿色住宅建筑示范工程项目。截至2020年12月末，本期债券募集资金专项账户余额为22,662.69万元。

三、发行主体概况

2020年以来公司注册资本、实收资本、股权结构均未发生变化，公司董事、监事、高管无变动。截至2021年4月30日，公司注册资本仍为31,273.00万元，实收资本仍为30,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”），股权结构图如附录二所示，其中中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有的该部分股权实质为专项基金借款，具体为公司于2015年8月向农发基金借入10,000万元专项基金，将于2019-2030年间分期偿还本金，其中714万元作为出资额持有公司股权2.3%；公司于2015年10月向国开基金借入7,800万元专项基金，将于2027-2029年分期偿还本金，其中559万元作为出资额持有公司股权1.8%。在专项基金存续期内，基金公司不参与公司实际经营管理，每年获取1.2%的投资收益。审计根据实质重于形式原则，将专项基金全部列入长期应付款科目。

公司为衡阳市投融资和建设主体之一，主要承担湖南衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）范围内的投融资和城市建设等职能，2020年以来主营业务及合并范围未发生变化。截至2020年12月31日，公司合并范围子公司仍为两家，分别是衡阳兴安置业有限公司和衡阳伟达开发建设有限公司，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全

全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债

券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

衡阳市是长江中游城市群重要成员，工业基础良好，第二、三产业发展较快，同时受益于固定资产投资拉动，整体经济实力稳步增强

2020年衡阳市经济继续保持较快增长，当期实现地区生产总值3,508.50亿元，按可比价格计算，增长率4.0%。三次产业结构由上年的11.2：32.4：56.4调整为12.6：33.0：54.4。按常住人口计算，人均地区生产总值48,058元，为全国人均GDP的66.33%。

依托良好的工业基础，2020年衡阳市全市规模工业增加值增长5.4%。八大重点行业中，有色金属冶炼及压延加工业增长21.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长13.9%；非金属矿采选业增长9.0%；电力、热力生产和供应业增长2.5%；化学原料及化学制品制造业增长7.0%；非金属矿物制品业增长4.6%；电气机械及器材制造业增长5.9%；农副食品加工业下降0.7%。此外，六大高耗能产业全年增长7.7%。

在高新技术产业投资及生态投资加快的带动下，2020年衡阳市全年固定资产投资（不含农户）比上年增长9.4%。分投资方向看，民生工程投资增长14.4%，生态环境投资增长25.4%，基础设施投资增长4.2%，高新技术产业投资增长71.6%，工业投资增长3.4%。住宅投资带动下，全年房地产开发投资增长8.1%，投资增速放缓但依然保持较高水平，商品房销售面积及销售额均保持增长，房地产市场景气度较高。

2020年衡阳市社会消费品零售总额较上年有所下降，进出口总额较上年大幅下降。金融机构存款余额和贷款余额保持增长，为当地经济发展提供了良好的金融环境。

2020年衡阳市全市地方一般公共预算收入173.47亿元，增长1.9%。其中，税收收入113.87亿元，增长3.1%。全市一般公共预算支出580.56亿元，下降3.2%。

表1 衡阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,508.50	4.0%	3,372.68	8.1%
第一产业增加值	441.67	3.9%	380.08	2.9%
第二产业增加值	1,159.32	5.1%	1,091.61	8.1%
第三产业增加值	1,907.50	3.3%	1,900.99	9.2%
规模以上工业增加值	-	5.4%	-	9.0%
固定资产投资	-	9.4%	-	11.8%
社会消费品零售总额	1,594.34	-2.6%	1,464.50	10.3%
进出口总额	302.4	-18.0%	368.85	32.2%
存款余额	4,292.51	9.0%	3,937.91	6.2%
贷款余额	2,892.46	16.9%	2,425.71	13.8%
人均 GDP（元）		48,058		46,379
人均 GDP/全国人均 GDP		66.33%		65.42%

资料来源：衡阳市 2019 年及 2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

松木经开区工业基础较好，盐卤资源储量丰富，形成了盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业集群

松木经开区原名湖南衡阳松木工业园区，2006年4月设立，2013年1月变更为现名，规划面积54.66平方公里，现有行政区划面积23.95平方公里，下辖1个街道办事处；是全国第七批省级开发区、国家第一批循环化改造示范试点园区，也是国家高技术产业基地、湖南省信息化和工业化融合试验区。松木经开区内盐卤资源储量丰富，形成了盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业集群。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为龙头，带动了恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业等30多家下游企业的发展。新能源产业引进了瑞达电源、电科电源、鑫晟新能源和理昂电力等10多家企业，形成了储能、太阳能、生物能等三个板块。新材料产业引进了中航集团、志远新材料和凌云特种材料等20多家企业。智能制造产业以比亚迪云轨智能制造产业园项目为龙头，带动铝业、轮胎等下游企业的发展。

2020年松木经开区实现公共财政收入5.60亿元，同比下降20.9%，主要系非税收入大幅下降所致。其中税收收入4.96亿元，占公共财政收入比重为88.53%；实现政府性基金收入9.03亿元；同期松木经开区公共财政支出为4.58亿元。

五、经营与竞争

公司仍主要从事衡阳松木经开区范围的土地整理开发和城市基础设施建设，2020年营业收入实现6.44亿元，主要由土地整理、工程建设以及土地出让构成。其中，土地整理业务收入较上年同期大幅提升，主要系当期网挂成交的土地面积大幅提升；工程建设业务收入较上年小幅波动主要受工程进度及结算时点影响。此外，公司将自有的1宗土地进行转让取得土地出让收入3.63亿元，成为当期最主要的收入来源。

毛利率方面，公司土地整理业务收入按照出让金额的50%确认，毛利率受土地拍卖单价影响存在一定波动；工程建设业务，因约定项目收益率为15%，毛利率较为稳定。由于各业务的规模不同且毛利率水平差异，2020年公司销售毛利率较上年存在小幅波动。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	13,538.25	9.33%	2,995.81	15.00%
工程建设	14,562.54	10.17%	14,088.86	10.43%
土地出让	36,283.12	12.92%	46,581.04	12.50%
其他	31.47	12.96%	138.16	50.26%
合计	64,415.38	11.55%	63,803.87	12.24%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理储备项目较多，业务可持续性较好，但其收入规模受地块整理进度及当地土地市场景气度等影响存在较大波动

根据湖南衡阳松木工业经济开发区管理委员会（以下简称“松木经开区管委会”）于2013年与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，以及衡阳市人民政府与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》两份框架性协议，公司承担松木经济开发区范围内的土地开发整理职责，经营土地开发整理业务。该业务的收入模式具体为：公司对土地进行拆迁、整理、建设配套基础设施，并承担相应的开发成本，储备土地通过招拍挂进行出让。招拍挂程序统一在衡阳市土地矿产交易中心进行，土地完成成交后，土地出让收入支付至衡阳市土地矿产中心衡阳市财政局非税专户。每年松木管委会根据土地整理项目进度确认收入并向公司支付相应收入款项。

2020年公司土地整理业务收入较上年大幅提升351.91%，主要系当期网挂成交的土地面积大幅提升。未来公司土地整理业务收入规模及综合盈利水平受当地土地市场景气度及出让土地用途等影响可能存在一定波动。

为发展松木经开区工业经济，当地政府在基础设施建设方面的投资力度较大，公司土地整理业务较充足。截至2020年底，土地整理业务形成的待结算开发成本共计26.21亿元，其中包括已完成三通一平的储备用地3.36亿元，待结算项目中投入金额较大的有建滔热电联产集中供热项目、松梅路、衡大北路、

龙祥路等。

截至2020年底，公司待整理开发土地主要为智能制造产业园二期、三期地块、衡阳京东亚洲一号智能物流中心及中国邮政湘南邮件处理中心，总面积约1,497亩，已整理面积1,240亩，剩余257亩待整理。

表3 截至2020年末公司正在进行的主要整理开发土地项目（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	土地总面积	已整理面积	待整理面积
智能制造产业园土地二期平整工程	12,000	11,634	300	260	40
智能产业园土地平整项目三期二标工程	16,000	13,600	400	340	60
智能产业园土地平整项目三期一标工程	16,000	14,000	400	350	50
衡阳京东亚洲一号智能物流中心	14,000	9,790	286	200	86
中国邮政湘南邮件处理中心	5,300	4,290	111	90	21
合计	63,300	53,314	1,497	1,240	257

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体而言，公司土地整理业务可持续性较好，待结算项目充足，未来土地整理业务收入来源较有保障，但收入规模受当地土地市场景气度等影响可能存在一定波动。

公司工程建设业务可持续性较好，但在建项目投资规模大，公司面临较大资金压力

根据公司分别与衡阳市人民政府及松木经开区管委会签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》的两份框架性协议，公司受政府委托承担松木经开区范围内的基础设施建设和保障性住房建设项目的投资建设，项目完工并经过竣工验收合格后移交给政府相关单位。公司可确认的项目建设费用由项目前期费用、征地拆迁费用、建安工程费用、项目建设资金占用成本、项目固定投资回报五大部分构成。其中公司与松木经开区签订的框架性协议约定，自项目接收之日起五年内由松木经开区财政局分期向公司支付全部的建设费用。实际操作中，一般性项目由松木经开区财政局与公司结算，大型市政项目则由衡阳市人民政府安排财政资金结算。公司每年对完工并完成验收的项目申请确认工程建设收入，投资回报率均按15%执行。

根据2020年松木经开区管委会出具的关于公司工程建设收入确认的批复文件，当期公司按工程实际成本、建设管理费确定工程建设业务实际工程成本1.31亿元，并确认工程建设收入1.46亿元（不含税），近年该业务收入规模较为稳定；由于投资回报率固定，毛利率较为稳定。

表4 2019-2020年公司工程建设收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	投资成本	工程收入
2019年	棚改二期城中村安置 678	12,618.72	14,511.53
	合计	12,618.72	14,511.53
2020年	棚户区改造三期	13,082.09	14,562.54

合计	13,082.09	14,562.54
----	-----------	-----------

注：上表中 2019 年工程收入系含税收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建工程项目有棚户区改造、标准厂房项目、电镀中心项目等，其中标准厂房四期项目、绿色住宅建筑示范工程项目、电镀中心项目三个项目系“19森特债01”与“17森特债01”的募投项目，于2015年开工，原计划建设周期为2年半到3年，由于项目涉及征地拆迁，拆迁进度不及预期，截至2020年末项目仍在建设中，整体建设进度不达预期。募投项目建成后计划由公司运营，主要通过安置房出售、标准厂房出租等方式实现收益，未来受工程进度和市场销售、出租价格等因素的影响，能否实现预期收益存在一定的不确定性。除债券募投项目和海克标准厂房为自营模式外，其他在建工程项目按照已签订的委托框架协议执行。

截至2020年末，主要在建工程项目预计总投资合计61.24亿元，累计已投资40.32亿元，尚需投资20.93亿元，其中主要代建项目总投资38.24亿元，已投资24.28亿元。公司工程建设业务可持续性较好，但项目建设资金投入较大，且大部分需由公司自筹解决，面临较大的资金支出压力。

表5 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	业务模式	是否签订代建协议
绿色住宅建筑示范工程项目*（棚户区改造二期实物安置部分）	96,121.11	81,702.95	自营	否
棚改三期（货币安置 820 户）	103,323.12	73,359.41	代建	是
棚改二期（货币安置 678 户）	77,726.76	62,181.41	代建	是
标准厂房四期项目*	43,321.80	41,155.71	自营	否
电镀中心项目*	54,590.23	35,483.65	自营	否
污水处理厂配套管网工程项目	32,255.85	6,528.82	代建	是
物料循环管廊项目	18,581.85	5,360.62	代建	是
海克标准厂房	36,000.00	2,022.54	自营	否
公租房三期项目（107.1 亩）	17,200.00	300.10	代建	是
云升路（107 国道—江霞大道）、江霞大道北延（云升路—站前路）	15,800.00	13,430.00	代建	是
衡大北路	2,950.00	1,800.00	代建	是
友谊路	6,000.00	3,900.00	代建	是
金源安置房续建配套商业、幼儿园项目	4,050.00	1,600.00	代建	是
化工管廊工程（上倪路-聚园路、埕塘路-金源路）	1,200.00	1,000.00	代建	是
棚改二期（货币安置 678 户）	103,323.12	73,359.41	代建	是
合计	612,443.84	403,184.62	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司未来可出让土地较多，但该业务收入受政策规划、土地市场景气度等影响存在波动

2020年12月，松木经开区管委会与公司签订《土地出让协议》，公司将其位于松木经开区内的一宗

闲置未开发利用土地出让给松木经开区管委会，土地证号为湘（2016）衡阳市不动产权第0001744号，土地用途为城镇住宅和商服用地，类型为出让，面积7.17万平方米。2020年12月，公司依据松木经开区管委会关于公司收入确认的批复文件，确认该宗被收回土地的出让/转让收入3.63亿元（不含税）。

截至2020年底，公司已办理权证的土地账面价值共计52.61亿元，类型均为出让，用途包括城镇住宅用地、商服用地和工业用地，面积合计171.46万平方米，其中已抵押土地账面价值22.96亿元。整体而言，公司持有的出让类型的土地较多，未来为实现土地出让或转让收入形成一定支撑，但土地转让业务受政策规划、土地市场景气度等影响存在波动。

公司继续获得较大力度的外部支持，利润水平得到有效提升

公司承担了松木经开区内主要的投融资及基础设施建设等职能，为支持经开区重点项目建设 and 公司运营发展。资产注入方面，根据衡国资[2020]73号文件，2020年5月衡阳市国资委将衡阳市金源开发建设投资有限公司部分资产、债权及债务无偿划拨给公司，按评估价值5.47亿元计入资本公积。

此外，公司亦持续获得当地政府给予的企业发展资金补贴。根据《关于湖南森特实业投资有限公司南片区开发项目（棚改）财政补贴资金的批复》等文件，2020年公司获得政府补助1.13亿元，计入其他收益，有效提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019-2020年公司合并范围无变化，截至2020年末，公司纳入财务报表合并范围的子公司共两家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，以土地资产和应收款项为主，土地抵押比率较高，整体资产流动性偏弱

2020年末公司总资产规模继续增长，仍以流动资产为主，期末受限资产合计22.99亿元，主要为受限的货币资金和已用于抵押的土地使用权。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	88,997.98	6.20%	103,372.53	7.97%
应收账款	126,152.43	8.79%	112,348.12	8.66%
其他应收款	94,481.73	6.59%	174,670.84	13.47%

存货	952,756.08	66.41%	820,772.20	63.29%
流动资产合计	1,263,019.84	88.04%	1,211,775.92	93.44%
投资性房地产	61,176.51	4.26%	0.00	-
在建工程	110,193.62	7.68%	84,755.38	6.54%
非流动资产合计	171,656.64	11.96%	85,122.67	6.56%
资产总计	1,434,676.48	100.00%	1,296,898.59	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金由银行存款和其他货币资金构成，其中由工程保证金、贷款保证金构成的其他货币资金（账面价值0.03亿元）因质押给银行而使用受限。公司应收账款全部为应收松木经开区财政局土地整理及工程建设业务款项，2020年末规模较上年小幅提升，账龄主要为1年以内，占比51.63%。公司其他应收款主要为往来款，2020年末前五大应收对象合计占其他应收款总额的98.34%。账龄主要集中在1-2年。截至2020年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计占公司总资产的15.38%，公司应收款项规模较大，回收时间不确定，对公司的营运资金形成了较大占用。

公司存货规模较大且呈现稳步增长，2020年末存货规模较上年末提升16.08%。存货主要由拟开发土地、开发成本以及工程建设三部分构成。其中拟开发土地账面价值54.21亿元，已办理权证的土地账面价值共计52.61亿元，已办理权证土地性质均为出让的住宅或商服用地，面积合计171.46万平方米，已用于抵押部分账面价值22.96亿元，占土地账面价值的43.64%；存货中开发成本26.21亿元，主要系土地整理开发项目；工程建设账面价值14.85亿元，为工程建设业务投资成本，随着在建项目持续投入而增加。

2020年末公司投资性房地产账面价值为6.12亿元，主要系标准厂房和公租房，截至2020年末尚未产生出租收益。2020年末在建工程随项目建设规模的扩大进一步增长至11.02亿元，仍为棚户区改造（含绿色住宅建筑示范工程项目）、标准厂房四期和海克标准厂房3个项目的投资成本。

整体来看，公司资产规模继续增长，期末土地抵押比率较高，资产流动性偏弱。

收入质量与盈利能力

近年来公司营业收入保持增长，政府补助是公司利润的重要来源，经营活动收现能力一般，资金支出压力较大

2020年公司营业收入较上年小幅提升，收入主要来源仍然是土地整理、土地出让和工程建设。其中土地出让收入来自公司自有土地转让所得，占当期收入的比重最高；土地整理业务收入较上年同期大幅提升，主要系当期网挂成交的土地面积大幅提升；工程建设业务收入较上年小幅波动主要受工程进度及结算时点影响。由于土地整理业务的毛利率有所下降，2020年公司销售毛利率小幅波动。

截至2020年底，公司拥有较多可出让土地，且待整理土地规模仍较多，安置房、标准厂房等在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设业务较有保障。2020年公司收现比小幅提升至0.80，表现一般。由于当期支付的往来款规模大幅减少，当期经营性现金流由负转正。截至2020年底，公司主要

在建项目及土地整理尚需较大投资，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

其他收益系政府补助，2020年公司继续收到各类政府补助合计1.13亿元，占当期利润总额的64.89%，有效提升了公司当期利润水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

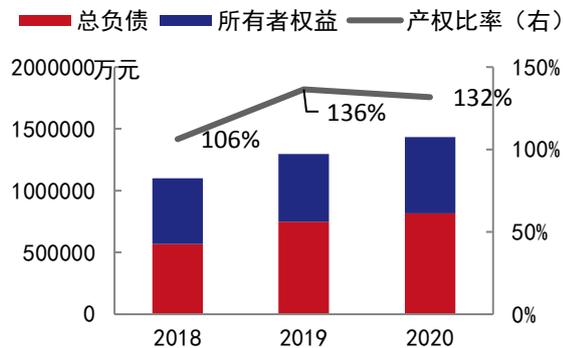
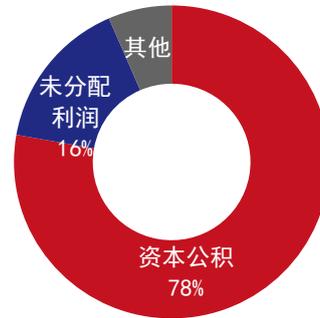
项目	2020年	2019年
营业收入	64,415.38	63,803.87
收现比	0.80	0.71
营业利润	17,417.09	16,332.47
其他收益	11,301.51	11,034.44
利润总额	17,417.09	16,332.28
销售毛利率	11.55%	12.24%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债水平有所升高，有息债务有所增长，偿债压力加大

随着公司应付账款规模增加，2020年末负债总额进一步增加，同比增长8.99%，负债结构仍以非流动负债为主，占比为61.73%；期末所有者权益有所提升。综合影响下，产权比率小幅下降至131.82%，所有者权益对负债的覆盖程度有所好转但仍较弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款全部为应付工程款，2020 年末规模较上年末有所减少，主要系结算相关项目工程款所致。

其他应付款主要是公司与衡阳市财政局、衡阳市金源开发建设投资有限公司、衡阳松木开发建设投资有限公司等单位的往来款及少量应付债券利息等，2020 年随着往来的增加其他应付款规模增长较快。

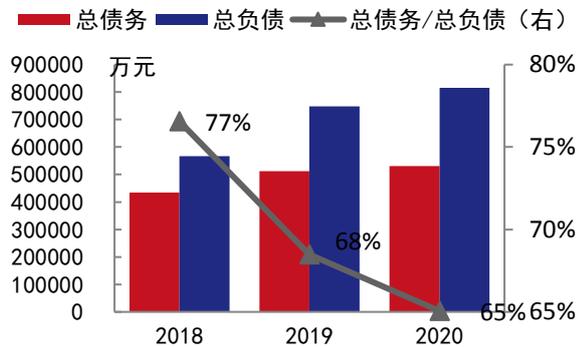
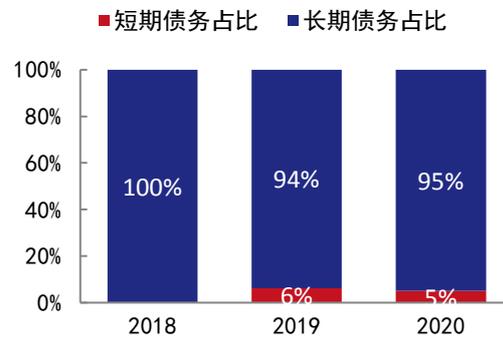
2020 年末公司长期借款合计 39.39 亿元，规模较上年小幅提升，主要是质押借款、抵押借款及质押+抵押借款。质押物主要系棚户区改造建设工程应收账款，抵押物为国有土地使用权。2020 年末公司应付债券余额为 9.93 亿元（含利息及一年内到期部分），包括“17 森特债 01”和“19 森特债 01”，其中“19 森特债 01”系 2019 年 6 月发行，募集资金 8.00 亿元，截至 2020 年 12 月末余额为 7.95 亿元。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	82,385.28	10.10%	92,605.96	12.37%
其他应付款	181,190.27	22.21%	119,781.21	16.00%
流动负债合计	312,247.81	38.27%	235,957.95	31.52%
长期借款	393,862.00	48.28%	363,172.66	48.52%
应付债券	94,274.48	11.56%	132,335.90	17.68%
非流动负债合计	503,556.48	61.73%	512,528.56	68.48%
负债合计	815,804.29	100.00%	748,486.51	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年 12 月末，公司总债务达到 53.02 亿元，占总负债的 64.99%，规模较上年小幅提升，其中一年以内到期 2.67 亿元。公司总债务以长期债务为主，截至 2020 年末公司长期债务占比为 94.97%。

图3 公司债务占负债比重

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率下降至56.86%。2020年末公司现金短期债务比为3.34，货币资金对短期债务覆盖程度有所提升。2020年末公司有息债务规模继续增加，EBITDA利息保障倍数仅为0.64，EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖倍数偏低。整体来看，公司有息债务水平较高，随着债务到期，整体偿债压力较大。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	56.86%	57.71%
现金短期债务比	3.34	3.24
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.73

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年3月17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；公司本部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。

八、结论

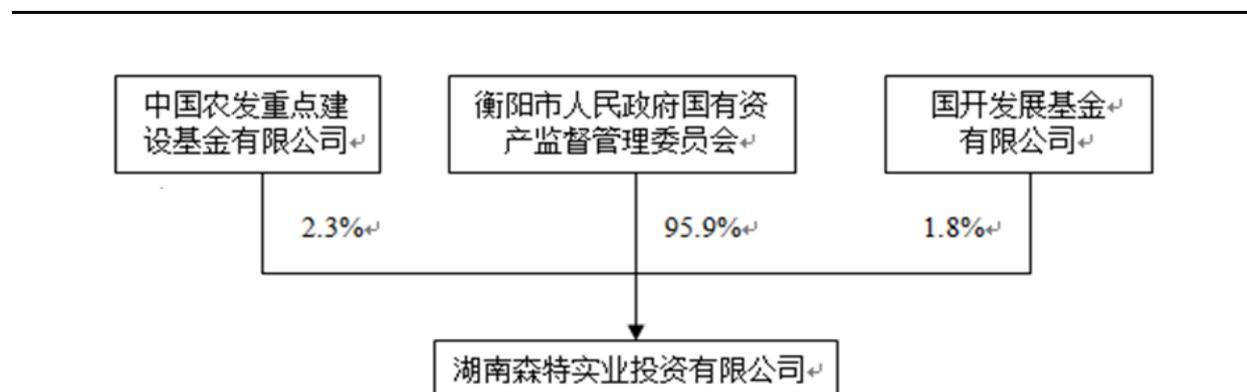
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为AA，维持17森特债01和19森特债01的信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：万元）

财务数据（单位：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	88,997.98	103,372.53	130,717.46
存货	952,756.08	820,772.20	673,349.83
流动资产合计	1,263,019.84	1,211,775.92	1,036,712.29
非流动资产合计	171,656.64	85,122.67	63,771.46
资产总计	1,434,676.48	1,296,898.59	1,100,483.76
应付账款	82,385.28	92,605.96	9,209.35
其他应付款	181,190.27	119,781.21	104,765.38
一年内到期的非流动负债	26,650.00	0.00	0.00
流动负债合计	312,247.81	235,957.95	132,919.68
长期借款	393,862.00	363,172.66	365,400.00
应付债券	94,274.48	132,335.90	50,818.12
长期应付款	15,420.00	17,020.00	17,820.00
非流动负债合计	503,556.48	512,528.56	434,038.12
负债合计	815,804.29	748,486.51	566,957.80
总债务	530,206.48	512,528.56	434,038.12
所有者权益	618,872.19	548,412.09	533,525.96
营业收入	64,415.38	63,803.87	62,440.09
营业利润	17,417.09	16,332.47	14,551.59
其他收益	11,301.51	11,034.44	10,791.41
利润总额	17,417.09	16,332.28	14,525.14
经营活动产生的现金流量净额	2,743.60	-70,357.94	-159,328.76
投资活动产生的现金流量净额	-7,498.07	-10,270.28	-8,633.37
筹资活动产生的现金流量净额	-9,940.06	116,283.30	170,751.16
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	11.55%	12.24%	11.21%
收现比	0.80	0.71	1.38
资产负债率	56.86%	57.71%	51.52%
现金短期债务比	3.34	3.24	-
EBITDA（亿元）	1.75	1.68	1.55
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.73	0.76

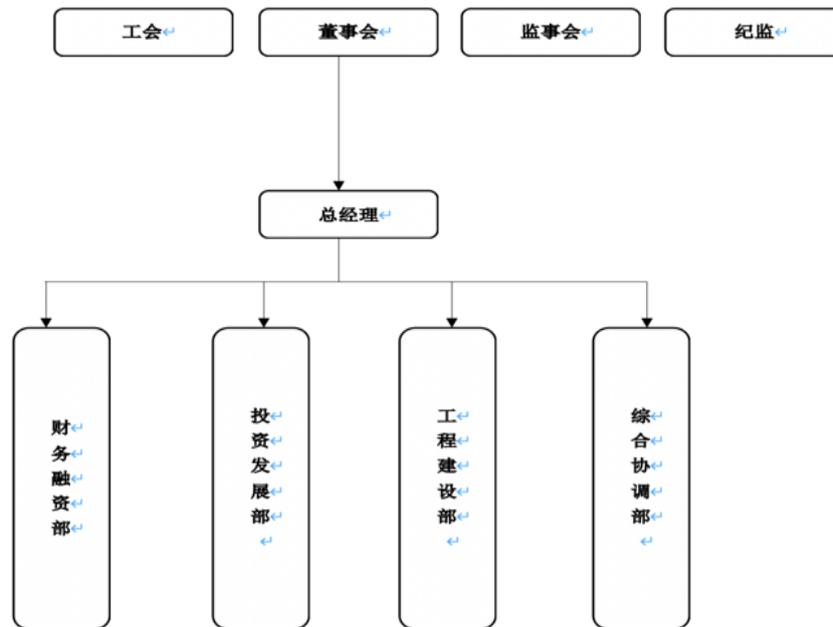
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
衡阳兴安置业有限公司	10,000.00	100.00%	房地产开发经营，建设项目的投资与建设，物业管理等
衡阳伟达开发建设有限公司	7,500.00	100%	政府授权的土地整理及新农村建设，城市棚户区改造，园区标准厂房建设等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。