



2022年岳阳惠华城市投资发展集团有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年岳阳惠华城市投资发展集团有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 惠华债/22 岳阳惠华债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持岳阳惠华投资发展有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“22 惠华债/22 岳阳惠华债”（以下简称“本期债券”）信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司是岳阳市重要的基础建设投融资主体，外部运营环境较好，其持续发展有良好基础；公司未来收入较有保障，并得到外部的较大支持，同时，湖南省融资担保集团有限公司能有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的债务压力、一定的资金压力和或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将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。

评级日期

2022 年 06 月 16 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	133.87	116.62	108.06
所有者权益	75.89	64.69	61.32
总债务	49.54	43.11	35.01
资产负债率	43.31%	44.53%	43.25%
现金短期债务比	0.78	1.04	0.19
营业收入	17.96	15.83	11.72
其他收益	1.54	1.39	1.74
利润总额	1.32	1.60	1.18
销售毛利率	16.84%	18.68%	15.42%
EBITDA	5.41	5.40	3.61
EBITDA 利息保障倍数	1.78	2.03	1.81
经营活动现金流净额	-2.01	3.52	-1.11
收现比	79.84%	75.45%	54.34%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**岳阳市系湖南唯一的沿江国际贸易口岸城市，境内交通便捷，有较好的资源禀赋；华容县位于岳阳市西境，是长江沟通沿海与内地、连接洞庭湖平原与江汉平原的中心交汇点。2021 年岳阳市及华容县经济持续增长，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司业务持续性好，未来收入较有保障。**公司为岳阳市重要的基础建设主体之一，主要从事华容县的城市建设投资、道路建设等业务，收入持续增长。截至 2021 年末，公司主要在建代建项目较为充足，未来收入有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021 年华容县政府向公司注入房产和土地资产，公司资本公积增加 10.09 亿元。同期公司获得华容县政府划拨的财政补贴 1.54 亿元。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“22 惠华债/22 岳阳惠华债”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货、固定资产为主，截至 2021 年末，前三项资产账面价值合计占总资产的 77.74%；公司受限资产规模合计 46.50 亿元，占全部资产的 34.74%。整体资产流动性较弱。
- **公司总债务规模持续攀升，面临较大的债务压力。**2021 年末公司总债务较 2020 年同比增长 14.92% 至 49.54 亿元，占负债总额的 85.00%。公司短期债务占总债务比重为 24%，仍然面临较大的债务压力。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建的代建及自营项目尚需投资 11.69 亿元。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额 6.75 亿元，占期末净资产的比重为 8.89%，担保对象为国有企业但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	3		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小



指示性信用评分		aa
调整因素	无 调整幅度	0
独立信用状况		aa
外部特殊支持调整		0
公司主体信用等级		AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-7-12	张涛、蒋申	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2017-01-05	钟继鑫、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法信 (py_ff-2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22惠华债/22岳阳惠华债	6.50	6.50	2021-7-12	2029-1-21

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年1月21日公开发行为7年期“22惠华债/22岳阳惠华债”，发行规模为6.5亿元，募集资金计划用于华容县医养结合项目和补充营运资金。截至2022年4月18日，“22惠华债/22岳阳惠华债”募集资金专项账户余额为267.74万元。

三、发行主体概况

2021年3月，公司召开股东会，同意公司名称变更为现用名，注册资本由0.50亿元增加至2.00亿元，其中岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“岳阳市国资委”）出资11,000万元，持股比例55%，华容县人民政府出资9,000万元，持股比例45%。

根据公司于2021年6月召开的董事会及股东会决议，公司以资本公积1.50亿元转增实收资本。截至2022年3月，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，控股股东和实际控制人均为岳阳市国资委。公司是岳阳市重要的城市基础设施投融资和建设主体，主要从事华容县范围内的城市基础设施建设、投资、管理和经营，供水及供水管网的建设和土地整理业务。

2021年公司合并报表范围变化范围如下。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
华容水利水电建筑工程有限公司	100%	1.08	工程施工	收购
华容华建劳务有限公司	100%	0.10	工程施工	新设子公司
华容县华农水务有限责任公司	100%	2.00	工程施工	新设子公司
岳阳惠硕国际贸易有限责任公司	100%	5.00	综合业务	新设子公司
岳阳惠盛置业有限责任公司	100%	0.10	房地产开发	新设子公司
湖南章华实业开发有限责任公司	100%	0.50	综合	新设子公司
华容县华兴文化旅游有限公司	51%	1.00	旅游咨询	新设子公司
湖南金地投资发展有限公司	51%	1.00	管理咨询	新设子公司

资料来源：公司2021年审计报告及国家企业信息系统查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策

加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

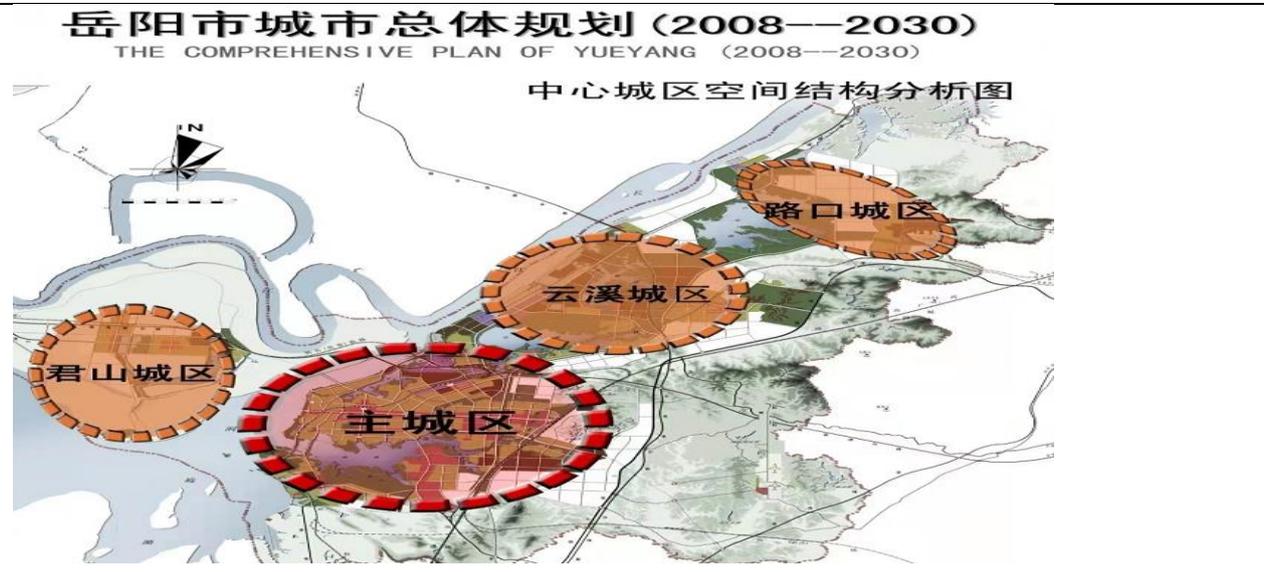
行业及区域经济环境

岳阳市系湖南唯一的沿江国际贸易口岸城市，境内交通便捷，有较好的资源禀赋，近年经济实力不断增强

区域特征：岳阳市属湖南省地级市，系国务院首批沿江开放城市，湖南唯一的沿江国际贸易口岸城市，长江沿岸亿吨级大港城市，交通便捷。岳阳市位于湖南省北部，紧邻洞庭湖，地处一湖（洞庭湖）两原（江汉平原、洞庭湖平原）三省（湘、鄂、赣）四水（湘江、资江、沅水、澧水）五线（京广铁路、武广高速铁路、京珠高速公路、107国道、长江）等多元交汇点上，交通便捷。境内城陵矶港是长江八大深水良港之一，系国家一类口岸，是海峡两岸直航港口之一；2018年，岳阳三荷机场正式通航，形成水陆空铁四位一体综合性大交通格局。岳阳市现辖临湘市、汨罗市2个县级市，岳阳县、华容县、平江县、湘阴县4个县，岳阳楼区、云溪区、君山区3个区、屈原管理区、城陵矶临港产业新区、岳阳南湖风

景区和岳阳经济开发区共4个功能区，总面积15,087平方公里，占全省总面积的7.05%，根据全国第七次人口普查，岳阳市常住人口505.19万人，较第六次人口普查净流出42.60万人。

图1. 岳阳市国土空间规划图



资料来源：岳阳市国土资源局，中证鹏元整理

经济发展水平：岳阳市经济总量在湖南省地级市中居第二，仅次于省会长沙，固定资产投资有力拉动了经济增长，出口保持在较高增速。伴随着近年来固定资产投资及进出口业务的增长，岳阳市经济保持增长态势，2021年地区GDP增速8.1%，人均GDP为87,154.55元，为全国人均GDP的107.63%。三次产业结构从2019年的9.4:41.8:48.9调整为2021年的10.5:41.7:47.8，经济结构以第二、第三产业为主。

表2 2021年湖南省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
长沙市	13,270.70	7.5%	13.21	1,188.31	1120
岳阳市	4,402.98	8.1%	8.72	171.14	355.1
常德市	4,045.10	7.7%	7.66	202.88	346.23
株洲市	3,420.26	8.3%	8.76	179.8	339.30
郴州市	2,770.10	8.8%	5.94	160.8	201.01
娄底市	1,825.76	7.7%	4.77	90.77	-
怀化市	1,817.8	8.4%	3.96	111.98	54.5
湘西土家族苗族自治州	792.11	8.7%	3.18	70.27	41.67

注：1) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市/自治州国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

固定资产投资是拉动岳阳市经济增长的主要动力。2021年岳阳市固定资产投资同比增长10.05%，其中产业投资优势突出，全市产业投资增长14.8%，工业投资增长19.8%。同时2021年岳阳市重大项目支撑有力，2021年政府年度目标考核的56个省重点建设项目完成投资713.1亿元，占年计划的145.6%；全市

140个重大建设项目完成投资946.7亿元，占年计划的127.6%。此外，近年来岳阳市进出口贸易的增速明显，2021年进出口总额为612.06亿元，同比增长45.90%。

表3 2019-2021年岳阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	4,402.98	8.10%	4,001.55	4.2%	3,780.41	8.0%
固定资产投资	-	10.50%	-	8.8%	-	11.3%
社会消费品零售总额	1,807.87	14.90%	1,574.01	-1.0%	1,456.77	10.4%
进出口总额	612.06	45.90%	419.84	27.2%	330.05	60.9%
人均GDP（元）	87,155		69,332		58,840	
人均GDP/全国人均GDP	107.63%		95.70%		91.20%	

注：1）2021年人均GDP按全国第七次人口普查常住人口计算；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年岳阳市国民经济和社会发展统计公报、岳阳市统计局发布的2021年岳阳市经济运行情况分析，中证鹏元整理

产业情况：石化、食品系岳阳市传统支柱性产业，近年来岳阳市大力发展以现代物流、电子信息、装备制造等新兴产业为主导的工业体系。2021年，全市十大行业实现工业增加值同比增长8.6%。具体来看，石油化工产业是岳阳首个千亿产业。现有湖南岳阳绿色化工产业园、临湘工业园等2个专业化工园区，218家规模以上石化工业企业，代表性企业有巴陵石化、长岭炼化等，拥有完整的产业体系，己内酰胺、催化剂、环氧树脂等主要产品的产能、产量、市场竞争力均处于全国前列；食品产业是岳阳市第二个千亿产业。现有道道全、九鼎、华文、长康食品等规模以上食品工业企业263家，拥有22个中国驰名商标，36家国家、省级龙头企业。初步形成了城陵矶新港区粮油加工、湘阴洋沙湖调味品，平江豆干、休闲食品，君山小龙虾、华容芥菜等五大食品产业集聚区；岳阳市系全国现代物流重要节点城市，岳阳市现有A级以上物流企业33家，居全省第二位。同时依托多式联运优势，正在加快推进新港二期、综保区二期、疏港铁路、空港产业园、胥家桥物流园和300万吨煤炭储备基地等重大项目建设。岳阳市电子信息产业近年发展迅速，自2019年以来，世界500强华为、新金宝落户城陵矶新港区，围绕华为、新金宝在岳阳布局的一系列项目，其产业链上下游近500家配套企业将进驻岳阳。“十四五”期间岳阳市将建成华为4G/5G终端产品重要生产销售基地、华为公司战略布局重要节点城市、新金宝中国区研发总部、全球打印机核心技术服务中心；从装备制造行业来看，岳阳市系全球最大的电磁设备生产基地，被称为“电磁之都”，产品广泛应用于航空航天、轨道交通、化工等领域，远销欧美等40多个国家，占据全国60%的市场。当地龙头企业有科美达电气、中科电气、雷勃电气、远大可建等，近年来成功引进恒大新能源汽车、东龙房车等投资过100亿企业，未来产业规模有望进一步扩大。

此外，全市工业逐步向园区集中，产业向园区聚集，园区的承载功能和集聚效应不断增强，目前全市拥有国家级开发区1个、省级及以上园区9个，工业生产增长平稳。2021年，省级及以上产业园区规模

工业增加值增长8.3%，占全市规模工业比重同比提高0.3个百分点。同时，岳阳市人文自然资源较为丰富，拥有岳阳楼新景区，岳阳楼—君山岛（国家5A级旅游景区）等景区。

财政及债务水平：近年来岳阳市综合财力有所提升，但财政自给能力较弱，地方政府债务余额持续扩张但增速可控。岳阳市2021年实现一般公共预算收入171.14亿元，同比增长12.1%，税收收入实现108.14亿元，占比63.19%，财政自给能力虽提升至31.24%，但仍较低。政府性基金收入2021年同比大幅增长38.32%至355.1亿元。其中市级政府性基金收入118.2亿元，主要包括国有土地使用权出让收入113.2亿元、城市基础设施配套费1.3亿元、污水处理费0.8亿元等。湖南省核定岳阳市2021年政府债务总限额799.73亿元，其中新增债券限额122.53亿元。全年发行新增债券119.83亿元(含平江县外贷1.39亿元)，再融资债券51.74亿元，共计171.57亿元，平均利率3.34%。截至2021年底，全市地方政府债务余额794.77亿元，控制在湖南省核定的债务限额以内。广义政府债务率99.24%，处于省内较低水平，政府债务余额近三年复合增长率达20.27%。

表4 岳阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	171.14	152.73	150.18
税收收入占比	63.19%	62.54%	64.05%
财政自给率	31.24%	28.32%	28.12%
政府性基金收入	355.10	256.72	243.57
地方政府债务余额	794.77	676.6	549.42

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：岳阳市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，岳阳市投融资平台共9家，主要集中在岳阳市本级。其中市本级重要的投融资主体为岳阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“岳阳城建集团”）及岳阳市交通建设投资集团有限公司（以下简称“岳阳交投”），岳阳城建集团主要负责岳阳市区的基础设施建设及棚改、保障房建设，岳阳交投主要从事岳阳市基础设施建设业务。除2021年3季度，2020年以来，岳阳市投融资平台公司净融资额持续为正。

表5 截至2021年末岳阳市主要市属投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
岳阳城建集团	岳阳市国资委	277.62	69.98%	41.28	581.13	公司主要负责岳阳市基础设施建设、保障房建设、水务、公交客运等业务。
岳阳交投	岳阳市城市运营投资集团有限公司	173.74	45.99%	15.45	119.40	公司为岳阳市交通基础设施建设及土地开发主体

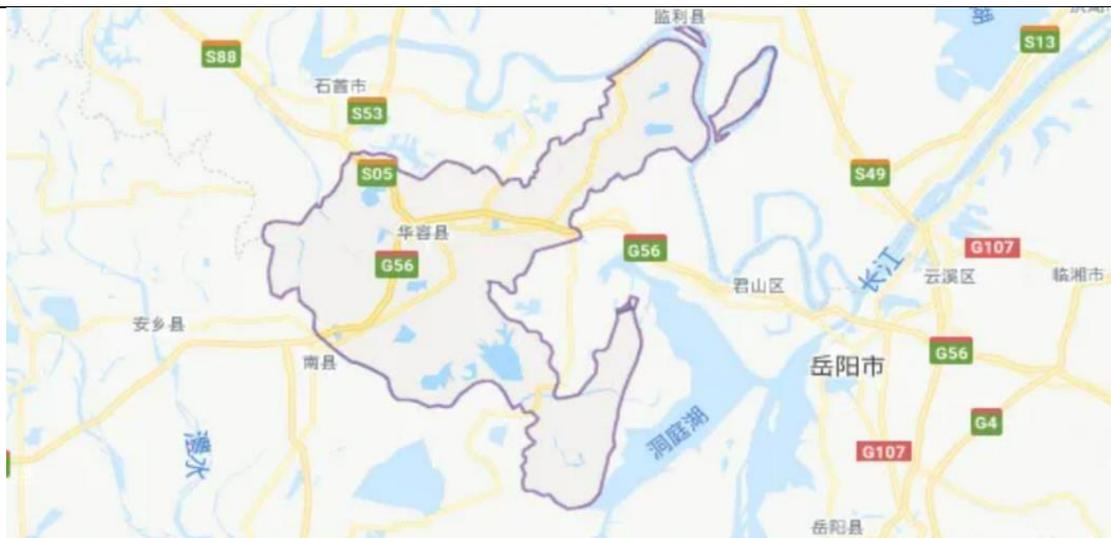
注：财务数据为2020年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

华容县位于岳阳市西境，是长江沟通沿海与内地、连接洞庭湖平原与江汉平原的中心交汇点；投资驱动下，近年经济保持增长，但财政自给率较低

区位特征：华容县位于湖南省北陲，岳阳市西境，是长江沟通沿海与内地、连接洞庭湖平原与江汉平原的中心交汇点，矿产资源及旅游资源较为丰富，农业较为发达。华容县扼湘鄂两省三市要冲，汇通长江和洞庭湖两大水系，是长江入湘第一县、蒙华铁路入湘第一站，也是岳常高速、岳宜高速公路，拟建中的岳常、武张铁路及省道306、202、203、222线的交汇地。华容县下辖12个镇，2个乡，3个区，其中插旗乡产出的芥菜为全国农产品地理标志。华容县矿产资源丰富，已发现的矿产种类有近30种，已探明储量的矿产有8种，其中花岗岩、高岭土、钾长白、独居石、磷钇矿为优势矿种。旅游资源方面，县内有新石器时代遗址车轱山遗址、以何长工故居-烈士陵园-桃花山革命根据地三点一线的红色旅游及桃花山风景区。华容肥沃的土壤，温暖湿润的气候，适宜植物生长。野生植物和已经驯化用于林业生产的栽培植物共有904种（包括变种），按其利用价值可分为防护、用材、食用、药用、工业、农业、观赏等6类。粮食作物有水稻等6种，县内农业较为发达。据全国第七次人口普查，华容县常住人口55.38万人，近年人口呈净流出态势。

图2. 华容县区位图



资料来源：高德地图，中证鹏元整理

经济发展水平：华容县经济总量在岳阳市10个区县中排名居中，固定资产投资是经济发展的主要动力。近年来华容县经济实力持续增长，三次产业结构由2019年的20.9:35.3:43.8调整为2021年的23.7:32.5:43.8，第三产业仍为区域支柱性产业。按全国第七次人口普查计算，华容县2021年人均GDP71,253元，是同期全国人均GDP的87.99%。2021年华容县GDP394.6亿元，在岳阳市10个区县中排名居中，同比增速8.10%。

近年来华容县固定资产增速保持在较高位，是经济发展的主要动力。2021年固定资产投资增速11.50%，其中，民间投资178.1亿元，占固定资产投资的比重为70.4%。分经济类型看，国有投资72.1亿

元，非国有投资180.9亿元。分投资方向看，基础设施投资20.2亿元，工业投资99.5亿元，高技术产业投资36.2亿元。

表6 2021年岳阳市部分区县行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
岳阳楼区	744.45	8.50%	7.59	10.18	-
汨罗市	463.94	8.10%	7.34	12.22	-
华容县	394.64	8.10%	7.13	6.77	-
岳阳县	385.8	8.10%	6.87	8.44	-
湘阴县	369.02	8.40%	6.32	25.83	-
平江县	361.24	8.60%	3.80	13.44	18.76
云溪区	328.09	1.10%	22.75	4.18	-
君山区	180.44	8.40%	8.95	3.75	-

注：1) 除云溪区人均 GDP 来自统计公报，其他区县人均 GDP 均用第七次人口普查数据计算；2) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表7 2019-2021年华容县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	394.64	8.10%	370.3	3.80%	358.7	7.50%
固定资产投资	253.00	11.50%	221.9	9.20%	212.61	11.30%
社会消费品零售总额	145.87	14.30%	127.7	-2.30%	125.41	10.40%
进出口总额（万美元）	2,686.24	135.60%	1,981.00	5.80%	1,873.00	-33.20%
人均 GDP（元）	71,253		66,865		49,702	
人均 GDP/全国人均 GDP	87.99%		92.30%		70.11%	

注：1) 2021年人均GDP按全国第七次人口普查计算；

资料来源：2019-2021年华容县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：华容县近年来重点发展纺织服装、食品加工、医药卫材、通用设备制造、能源开发等五大产业。目前，华容县大力打造纺织产业基地，并在纺织产业的基础上向织布、印染、成衣制造等方向发展，其中以科创纺织新上5万锭牛仔纱、科力嘉纺织新上10万锭牛仔纱为重点，十四五期间两家企业纺纱规模达40万锭以上。2021年华容县全年全部工业增加值116.1亿元，比上年增长11.1%。规模以上工业增加值增长9.9%。全年规模以上工业企业利润总额居前五位的大类行业中，农副食品加工业8.7亿元，增长67.5%；纺织业3.9亿元，下降31.6%；非金属矿物制品业2.7亿元，增长38.7%；酒、饮料和精制茶制造业1.9亿元，增长19.5%；橡胶和塑料制品业1.5亿元，增长541.3%。

2022年3月，华容县招商引资第一批重大产业项目16个，合同引资总额达45亿元，涉及通用设备制

造、纺织服装、能源及新材料等多个领域。其中，过10亿元项目2个、过亿元项目6个，包括南方绿色建材生态产业园、氨基酸小分子肽营养液生产项目、伟玛机械生产项目等。

财政及债务水平：近年来华容县综合财力有所波动，同时财政自给能力较弱，地方政府债务余额持续扩张。近年来华容县一般公共预算收入波动上升，2021年为6.8亿元，同比增长16.6%，一般公共预算收入规模较小，其中，税收收入实现4.7亿元，同比增长16.7%。政府性基金收入有所增长，但近三年财政自给率均低于15.00%，财政自给能力较弱。近三年政府债务余额持续扩张，截至2021年末，华容县地方政府债券余额40.44亿元。

表8 华容县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	6.80	5.80	6.23
税收收入占比	69.12%	70.69%	69.50%
财政自给率	14.11%	12.16%	13.80%
政府性基金收入	-	15.61	12.27
地方政府债务余额	40.44	35.41	28.52

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：岳阳市政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是岳阳市重要的投融资和建设主体，主要从事华容县范围内的城市建设投资、建设、管理和经营，供水及供水管网的建设。公司营业收入主要来源于工程代建收入，近两年工程代建收入小幅下降，但因2021年新增工程施工业务并于当期实现2.54亿元收入，成为公司第二大业务板块。2021年公司实现营业收入17.96亿元，全年同比增长13.45%。

毛利率方面，根据公司本部与华容县人民政府签订的《华容县城市基础设施委托代建框架协议》约定加计25%的投资收益，2021年公司工程代建业务毛利率为20.71%。资产租赁业务方面，由于“17岳阳惠华债01/PR惠华01”及“17岳阳惠华债02/PR惠华02”募投项目已全部完工，建成后经济效益收益方式由收取自来水销售收入及污水处理费用变更为收取租金，收益体现在资产租赁业务收入中，公司主要出租县城区和北部乡供水工程项目、城区河东污水处理厂等经营性资产污水处理厂，收入和毛利率较上年基本持平。

工程施工业务与房产开发业务系公司新增业务板块。其中工程施工业务主要通过2021年1月纳入公司合并报表范围的子公司华容水利水电建筑工程有限公司（以下简称“水利水电”）经营，水利水电由华容县水利局无偿划入公司，增加公司当期资本公积0.46亿元。水利水电是一家综合性施工企业，具有建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、建筑装饰装修工程专业承包贰级及环保工程专业承包贰级等资质。经营模式主要为水利水电参与市场竞标，中标后负责工程的承建，工程款结算模

式随水利水电与发包单位签订的合同条款约定而不同。工程施工业务当年实现收入2.54亿元，毛利率9.12%，系当期公司第二大业务，对公司收入形成较大支持。房产开发业务由华容县华城房地产开发有限公司（以下简称“地产开发公司”）负责运营，主要涉及惠华佳苑项目，由地产开发公司自建或委托他方建设，再进行市场化销售。2021年房产开发毛利率为负系当期收入较小但费用较高导致。

砂石销售业务及停车场营运业务目前收入较少。受上述影响，2021年公司综合毛利率较2020年下降1.84个百分点至16.84%。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	13.24	20.71%	14.59	19.53%
资产租赁	1.19	9.63%	1.19	9.62%
砂石销售	0.07	17.69%	0.05	-11.13%
房产开发	0.92	-8.17%	-	-
工程施工	2.54	9.12%	-	-
停车场营运	0.0005	-89.13%	-	-
合计	17.96	16.84%	15.83	18.68%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建收入规模略有下滑，目前工程项目较多，工程代建收入来源有一定保障；但受当地财政资金安排影响，公司仍面临一定的资金压力

公司承担了华容县范围内城市基础设施建设的重要任务，业务具有一定区域垄断性。公司承担的城市基础设施建设项目主要采取委托代建方式，经营主体为公司本部。根据华容县人民政府与公司签订的《华容县城市基础设施委托代建框架协议》（以下简称“代建框架协议”），公司作为代建人对项目进行建设、投资，项目完工并验收后，移交至华容县人民政府。项目建设期间，华容县人民政府每年按项目工程进度与公司进行结算，支付金额包括项目代建投资额和按投资额25%加成的投资收益，结算依据为华容县人民政府出具的工程结算批复文件。

2021年公司工程代建收入较上年小幅下降9.25%，实现代建收入13.24亿元。其中结算金额较高的项目包括景和花园公租房建设工程、s222华容县珠头山至花子坟公路建设(绕城公路)、殡仪馆迁建项目等，并结算了部分由子公司开元发展华容投资有限责任公司（以下简称“开元公司”）负责的道路建设项目（如华容县城区路网建设工程项目、田家湖大道建设项目），华容县人民政府未与开元公司签订代建协议，2021年按与公司本部的代建框架协议进行回购。

截至2021年末，公司主要在建代建项目包括景和花园公租房建设工程、棚户区改造征收项目、职业中专（教科苑）等，计划总投资26.35亿元，已投资18.72亿元，尚需投资7.63亿元；公司未来收入有一定保障，但受地方财政资金安排影响，代建回款较慢，公司仍面临一定的资金压力。

除基础设施代建项目外，公司还负责产业类项目的开发与运营。截至2021年末，公司主要自营项目共4个，包括农村及工业园供水项目、工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）、芥菜产业链配套项目、华容县医养结合项目，项目完工后将对外出租及销售相关产品，未来对公司租赁收入及其他收入将形成一定补充。其中华容县医养结合项目为“22惠华债/22岳阳惠华债”募投项目，截至2021年末，华容县医养结合项目已投入3.01亿元，为建设进度的49.93%。截至2021年末公司主要在建的自营项目计划总投资17.59亿元，已投资13.53亿元，尚需投资4.06亿元，面临一定的资金压力。

表10 截至 2021 年末公司在建项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计总投资	已投资	收益方式
(一) 代建项目				
1	容城大道建设项目	43,275.84	37,195.96	政府回购
2	棚户区改造征收项目	25,434.78	23,400.00	政府回购
3	职业中专（教科苑）	23,295.35	23,159.29	政府回购
4	状元湖片区开发项目	21,034.35	19,947.96	政府回购
5	2020 城乡建设用地增减挂钩投资项目	20,065.67	9,923.50	政府回购
6	华容县长工实验学校建设项目	15,922.00	15,554.66	政府回购
7	一桥东路改造工程	12,043.32	11,041.55	政府回购
8	s222 华容县珠头山至花子坟公路建设（绕城公路）	12,000.00	8,428.28	政府回购
9	人民政府新政务中心	6,667.88	4,691.53	政府回购
10	华容县 2020-2021 年老旧小区改造建设项目	35,405.56	6,899.75	政府回购
11	景和花园公租房建设工程	25,366.00	12,400.00	政府回购
12	黄湖山棚户区改造工程	13,300.00	7,500.00	政府回购
13	湖北路新建道路工程	9,732.51	7,074.75	政府回购
	小计	263,543.26	187,217.23	-
(二) 自营业务				
14	农村及工业园供水项目	27,504.17	28,560.04	租赁自营
15	工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）	36,812.35	33,329.25	租赁自营
16	芥菜产业链配套项目	51,255.17	43,283.45	自营
17	华容县医养结合项目	60,286.84	30,101.22	自营
	小计	175,858.53	135,273.96	-
	合计	439,401.79	322,491.19	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司基础设施代建项目预计总投资金额较大，未来收入有保障；同时公司自营项目较多，未来项目投入运营后能够进一步丰富公司收入结构，但当前项目多处于建设阶段，面临一定的资金压力，且收益实现情况尚存不确定性。

资产租赁业务2021年收入和毛利率较上年基本持平，为公司收入提供一定补充

自 2017 年 1 月 1 日起，公司将固定资产中的长江引水工程用于租赁，承租方为华容县自来水公司（以下简称“自来水公司”）。根据《长江引水工程经营权租赁合同》，长江引水工程的租赁期为 10 年，从 2020 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日。2021 年公司通过长江引水工程项目实现租赁业务收入 3,800 万元。同时“17 岳阳惠华债 01/PR 惠华 01”及“17 岳阳惠华债 02/PR 惠华 02”的募投项目已于 2020 年完工，公司将募投项目中的华容县城区和北部乡供水工程、城区河东（河西）污水处理厂、工业园砖桥污水处理厂相继出租，为公司当期带来租赁业务收入 0.81 亿元，故公司资产租赁业务收入和毛利率较 2020 年基本持平，为公司收入提供一定补充。

此外，根据“17 岳阳惠华债 01/PR 惠华 01”及“17 岳阳惠华债 02/PR 惠华 02”的募投项目的可行性研究报告，募投项目原计划在 2017 年 12 月至 2018 年 4 月陆续完工，建成后经济效益主要来源于自来水水费和污水处理费，经营期限 20 年，预期每年为公司带来 2.46 亿元运营收入。截至 2021 年末，“17 岳阳惠华债 01/PR 惠华 01”及“17 岳阳惠华债 02/PR 惠华 02”募投项目已全部完工，且募投项目收益方式由收取自来水收入及污水处理费用变更为向自来水公司收取租金收入，但投入运营后带来的年化租赁收入不及预期。

2021 年新增工程施工业务及房地产开发业务，为公司业务发展提供较好支持

公司工程施工业务主要通过 2021 年 1 月纳入合并报表范围的子公司水利水电负责。水利水电是一家综合性施工企业，具有建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、建筑装修装饰工程专业承包贰级及环保工程专业承包贰级等资质。水利水电以市场化经营为导向，经营模式主要水利水电参与市场竞标，中标后负责工程的承建，工程款结算模式随水利水电与发包单位签订的合同条款约定而不同。2021 年，公司实现工程施工业务收入 2.54 亿元，毛利率 9.12%，业务区域以湖南省内为主，也在广东等区域开展少量业务。截至 2021 年末，公司主要客户为国有企业。工程施工成为公司第二大业务，对公司收入形成较大支持。

公司房地产开发业务主要由子公司地产开发公司负责运营，主要涉及惠华佳苑项目，由地产开发公司自建，再进行市场化销售。截至 2021 年末，惠华佳苑项目可售面积 4.67 万平方米，已销售过半，均价 4,500 元/平方米。公司实现房地产销售业务收入 0.92 亿元，毛利率为负系当期收入较小但费用较高导致。

公司获得了较大的外部支持

公司在资产注入、财政补贴方面持续获得较大的外部支持。2021 年公司获得华容县人民政府的房产和土地资产注入、无偿划入子公司等增加资本公积 10.09 亿元，公司资产规模和资本实力得到进一步提升。其中，房产的用途以住宅及商服用地为主，用途包括商业、住宅、办公和工业等；土地主要为出让性质，用途为商业和工业。财政补贴方面，2021 年公司获得财政补贴 1.54 亿元。考虑到公司为华容县重要的基础建设主体，预计未来仍能获得当地政府的相关支持。

表 11 2021 年政府支持情况（单位：亿元）

1、资产注入

时间	注资形式	入账价值	依据文件
2021年	华容县政府注入房产、土地	8.94	《华容县人民政府关于将4宗土地注入至华容县华农水务有限责任公司的决定》、《华容县人民政府关于将5宗土地注入至华容县华农水务有限责任公司的决定》、《华容县人民政府关于将40项房产及7宗土地注入至开元发展华容投资有限责任公司的决定》、《华容县人民政府关于将55项房产及2宗土地注入至岳阳惠华城市投资发展集团有限公司的决定》、《华容县人民政府关于将41项房产注入至华容县盛源资产经营有限责任公司的决定》、《华容县人民政府关于将4项房产及1宗土地注入至湖南章华实业开发有限责任公司的决定》
	华容水利水电建筑工程有限公司股权无偿划入	0.46	《关于华容水利水电建筑工程有限公司改革改制并入岳阳惠华投资发展公司的相关问题备忘录》
	老旧小区改造投资	0.69	《湘天勤会所专字[2021]第102号岳阳惠华城市投资发展集团有限公司自有资本金专项资金审计报告》
	小计	10.09	-

时间	补贴款项	金额	依据文件
2021年	财政扶持补贴	1.54	《华容县人民政府关于对岳阳惠华投资发展有限公司给予财政扶持补贴的函》
	小计	1.54	-

资料来源：公司2021年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年合并报表范围见表1。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，但整体资产流动性仍较弱

截至2021年末资产规模为133.87亿元，同比增长14.79%，主要系存货中新增土地资产及在建工程持续投入所致。从资产结构来看，公司资产以流动性资产为主，2021年末流动资产占总资产的比例为67.17%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.14	6.83%	10.86	9.31%
应收账款	19.75	14.75%	18.00	15.43%
其他应收款	3.47	2.59%	2.36	2.03%
存货	57.44	42.91%	45.28	38.83%
流动资产合计	89.92	67.17%	76.96	65.99%
固定资产	23.41	17.49%	24.63	21.12%
在建工程	11.36	8.49%	8.27	7.09%
其他非流动资产	4.83	3.61%	4.44	3.81%
非流动资产合计	43.95	32.83%	39.66	34.01%
资产总计	133.87	100.00%	116.62	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021 年公司货币资金余额 9.14 亿元，其中受限货币资金为 3.00 亿元，系公司开具商业承兑汇票而质押的保证金。

应收账款方面，截至 2021 年末应收账款账面价值同比增长 9.72% 至 19.75 亿元，主要系工程代建业务投入所致。其中 87.53% 的应收账款余额为应收华容县财政局的代建项目工程款，账龄在 1 年内，未计提坏账准备。随着与政府相关单位及关联公司往来款的增加，截至 2021 年末，公司其他应收款规模同比大幅上升 47.03% 至 3.47 亿元。前五名应收对象应收余额合计占其他应收款总余额的 85.98%，前五大应收对象分别为华容县财政局、华容县湘盛农业建设投资有限公司、华容县城宇建材有限责任公司、华容县住房保障服务中心和华容景富惠华环保有限公司；其他应收款账龄集中在两年内，已经计提减值准备 0.19 亿元。公司的应收账款和其他应收款规模较大，2021 年末两项合计占到总资产的比重为 517.34%，回收时间存在一定不确定性，对公司运营资金形成一定占用。

公司存货主要为土地储备、房产及合同履行成本，2021 年同比增长 26.86% 至 57.44 亿元。其中，土地资产共计 57 宗土地使用权，主要位于华容集成垸、华容县田家湖生态新区等区域，账面价值合计 43.05 亿元，同比增长 21.12%；土地用途以商业服务和住宅用地为主；截至 2021 年末，存货中已抵押的土地账面价值合计 27.59 亿元，占土地账面价值的比重为 64.09%，土地资产的流动性受到一定限制，影响公司财务弹性和资产流动性。房产系华容县政府于 2021 年向公司注入部分房产，账面价值 7.70 亿元，均已办理产权证。合同履行成本账面余额为 5.21 亿元，主要为公司代建项目老旧小区改造、2020 城乡建设用地增减挂钩投资的施工成本。

公司固定资产主要系房屋及建筑物和专用设备，2021 年公司固定资产变化规模不大，主要系污水处理厂及配套管网工程等；其中华容县城区和北部乡供水工程项目、城区河东污水处理厂、城区河西污

水处理厂及华容县工业园砖桥污水处理厂等相关资产已正式使用，在2021年为公司租金收入带来有效补充。

公司在建工程同比增长37.36%至11.36亿元，主要系农村及工业园供水项目、工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）、芥菜产业链配套建设项目等。上述项目均为公司自营项目，项目完工后将对外出租及销售相关产品，未来对公司租赁收入及其他收入将形成一定补充。

公司其他非流动资产为借出款项及待明确用途房产。其中1.88亿元系公司于2019年向华容县财政局下属单位华容县鑫源农业发展有限公司借出的无息款项，期限在3年内。待明确用途房产为2021年华容县政府向公司注入的部分房产，用途以商服及住宅用地为主。

截至2021年末公司受限资产合计46.50亿元，主要包括存货中27.59亿元的已抵押土地和4.63亿元的已抵押固定资产等，公司受限资产规模较大，占资产总额的34.74%。总体而言，公司资产规模有所增加，但公司资产主要为土地及应收款项，土地抵押占比较高，应收款项回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司收入规模持续上升，未来收入有一定保障，但收现情况表现一般；政府补贴对利润规模贡献较大

2021年公司营业收入持续上升，同比增长13.46%至17.96亿元，主要系公司2021年新增工程施工业务。收现比方面，表现无明显改善。毛利率方面，2021年公司销售毛利率同比下降1.84个百分点至16.84%。营业利润方面，2021年同比下降17.39%至1.33亿元。

截至2021年末，公司主要在建代建项目总投资26.35元，已投资18.71亿元，上述项目将按代建框架协议进行结算，收入有一定保障。此外，公司将长江引水工程、以及“17岳阳惠华债01/PR惠华01”及“17岳阳惠华债02/PR惠华02”募投项目用于租赁，获得一定租赁收入，2021年公司已实现租赁收入1.19亿元，对营业收入形成有益补充。2021年公司获得的政府补助1.54亿元，占当年利润总额的116.67%，政府补贴对利润规模贡献较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	79.84%	75.45%
营业收入	17.96	15.83
营业利润	1.33	1.61
其他收益	1.54	1.39
利润总额	1.32	1.60
销售毛利率	16.84%	18.68%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务持续攀升，债务压力依然存在

受益于股东资产注入，2021年公司所有者权益增长17.31%至75.89亿元。同时公司融资规模持续扩大，2021年负债规模同比增长11.65%至57.98，受上述因素影响，公司所有者权益对负债的覆盖程度有所改善，产权比率下降至76%。公司负债结构以非流动负债为主，2021年末非流动负债占比为67.25%。

图3. 公司资本结构

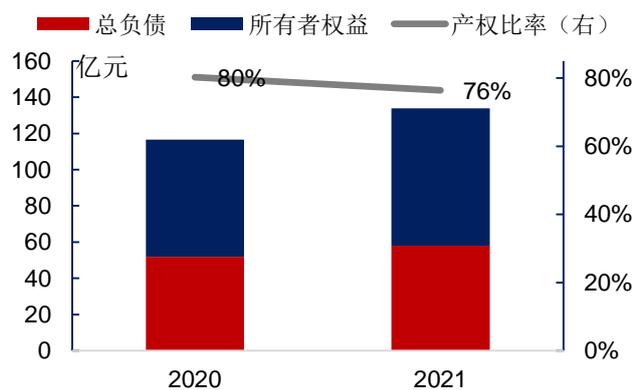
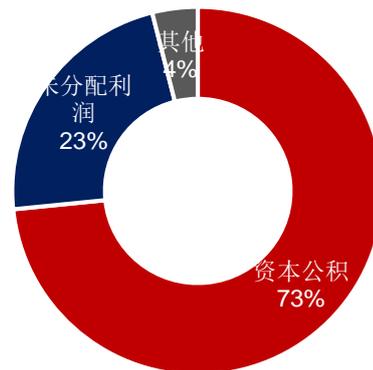


图4. 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司短期借款余额2.27亿元，主要为抵押借款。截至2021年末公司其他应付款大幅下降42.74%至2.01亿元，主要系非关联方往来款（无息借款）。截至2021年末，公司应付票据余额3.20亿元。公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款，2021年末由2.80亿应付债券、3.52亿元长期借款及0.5亿元长期应付款构成，其中长期应付款为无息债务，到期规模较大。

截至2021年末，公司长期借款同比增长20.00%至29.22亿元，主要由抵押借款、质押借款及保证借款构成，融资成本控制在4.65%至7.90%之间。公司应付债券包括“17岳阳惠华债01/PR惠华01”、“17岳阳惠华债02/PR惠华02”及“21惠华01”，截至2021年末余额8.54亿元，2022年公司新发行“22惠华债/22岳阳惠华债”6.50亿元，公司债务进一步增长。长期应付款系应付华容县自来水公司、华容县职业中专的项目借款，近两年规模有所下降，截至2021年末账面余额1.24亿元，均为无息债务。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.27	3.91%	2.03	3.91%
应付票据	3.20	5.52%	4.36	8.40%
应付账款	1.72	2.97%	0.41	0.79%
其他应付款（合计）	2.01	3.48%	3.51	6.75%
一年内到期的非流动负债	6.82	11.77%	4.55	8.77%

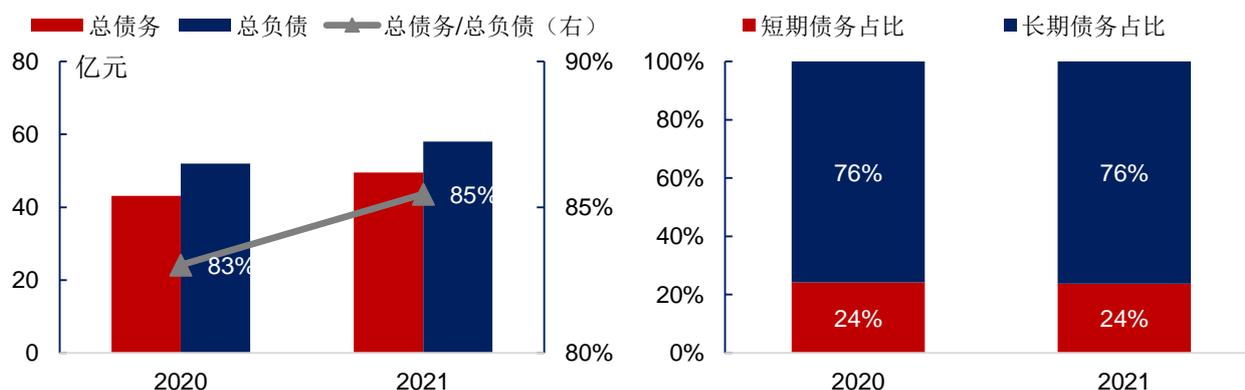
流动负债合计	18.99	32.75%	17.52	33.74%
长期借款	29.22	50.39%	24.35	46.88%
应付债券	8.54	14.72%	8.32	16.02%
长期应付款（合计）	1.24	2.14%	1.74	3.35%
非流动负债合计	38.99	67.25%	34.41	66.26%
负债合计	57.98	100.00%	51.93	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末公司总债务同比增加14.92%至49.54亿元，占总负债的比重有所上升，总债务中短期债务占比较上年基本持平，债务结构较2020年变化不大。公司偿债资金来源主要为政府的回购资金、自营项目收益、公司再融资以及募投项目未来的经营收益，考虑到回购资金受当地政府的财政安排影响而存在不确定性，公司受限资产占比较高，再融资空间受到一定限制。

图5. 公司债务占负债比重

图6. 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率近两年变化不大。现金短期债务比方面，由于货币资金的减少及短期债务的增长，现金对短期债务的保障能力有所下降，公司仍存在较大的偿债压力。

2021年EBITDA利息保障倍数略有下降，对利息的保障能力减弱。同时考虑到公司在建项目资金需求较大，未来融资规模预计将持续增加，债务压力较大。根据公司提供的数据，截至2021年末，公司尚有未使用的银行授信8.99亿元，为公司提供一定的财务弹性。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	43.31%	44.53%
现金短期债务比	0.78	1.04
EBITDA利息保障倍数	1.78	2.03

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月1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。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额6.75亿元，占年末净资产的比重为8.89%，担保对象均为当地国有企业，均未设置反担保，存在一定的或有负债风险。

表16 截至2021年末公司对外担保情况（单位：亿元）

序号	被担保人	担保金额	担保期限	是否有反担保	被担保方性质
1	华容县交通项目建设有限责任公司	0.90	2017/6/7-2032/6/6	否	国企
2	华容县交通项目建设有限责任公司	0.08	2020/1/16-2035/1/14	否	国企
3	华容县湘盛农业建设投资有限公司	3.32	2017/5/31-2027/5/30	否	国企
4	华容县鑫源农业发展有限公司	0.44	2018/1/3-2027/12/4	否	国企
5	华容县鑫源农业发展有限公司	0.83	2018/1/1-2022/11/19	否	国企
6	华容县鑫源农业发展有限公司	1.19	2020/7/15-2022/7/14	否	国企
合计		6.75	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司为岳阳市重要的基础建设主体之一，主要从事华容县范围内的城市基础设施建设、投资、管理和经营，供水及供水管网的建设和土地整理业务，系华容县重要的城市投融资平台，截至2021年末，主要在建代建项目已投入18.72亿元，尚未结算金额较大。未来基础设施工程业务量充足。

公司近年来持续获得政府补助及外部支持。2021年华容县政府向公司注入房产和土地资产，公司资本公积净增加10.09亿元。同期公司获得华容县政府划拨的财政补贴1.54亿元。有效提升了公司的资本实力及利润水平。

但同时公司资产流动性较弱，总债务持续攀升，面临较大债务压力和一定的资金压力及或有负债风险等风险因素。

总体而言，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

由湖南担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“22惠华债/22岳阳惠华债”的信用水平

根据湖南担保出具的担保函，湖南担保为“22惠华债/22岳阳惠华债”提供的担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。担保期间为“22惠华债/22岳阳惠华债”存续期及本期债券到期之日起两年。经国家发展和改革委员会注册，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保人的书面同意（发行人行使调整利率选择权除外）。未经担保人书面同意而加重担保人担保责任的，担保人对该加重部分免除担保责任。

湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）前身为湖南担保有限责任公司，成立于2010年4月，初始注册资本为15.02亿元。2017年，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会整合湖南省属国有相关担保资源组建了湖南省担保集团有限公司，注册资本40亿元。2018年，湖南担保公司名称更改为现名。2019年6月，湖南担保控股股东由湖南省人民政府国有资产监督管理委员会变更为湖南省财政厅。2019年11月，湖南担保获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资20亿元，增资完成后，注册资本达到60亿元。湖南省财政厅和财信金控分别持有湖南担保66.67%和33.33%的股权。2019年12月，财信金控将其持有的湖南担保33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至2021年末，湖南担保注册资本为60亿元，实收资本为53.53亿元，唯一股东为湖南省财政厅，实际控制人为湖南省人民政府。

湖南担保主要从事湖南省内直接融资担保、间接融资担保和再担保业务，其中直接融资担保业务主要由本部运营，间接融资担保业务主要由子公司湖南省中小企业融资担保有限公司（以下简称“省中小担保”）、湖南经济建设融资担保有限公司（以下简称“经建担保”）和湖南省湘诚融资担保有限责任公司（以下简称“湘诚担保”）运营；再担保业务由子公司湖南省融资再担保有限公司（以下简称“湖南再担保”）运营。近年来湖南担保担保业务规模快速增长。

表17 湖南担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年
当期担保发生额	472.94	482.21	198.01
当期解除担保额	243.69	154.36	64.07
期末担保余额	930.50	696.75	365.95
其中：融资担保余额	930.47	695.83	365.06
间接融资担保余额	334.47	307.31	250.40
直接融资担保余额	296.73	178.43	47.31
再担保余额	299.28	210.09	67.35
非融资担保余额	0.02	0.92	0.89

资料来源：湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保直接融资担保业务均为债券担保，重点服务于湖南省内城投类企业的资本市场融资，2021年9月末直接融资担保余额为296.73亿元，较2019年末增长527.20%。截至2021年9月末，湖南担保

前十大直接融资担保业务客户担保余额合计 85.00 亿元，相当于期末权益总额的 147.13%，其中前六大客户担保余额均为 9.00 亿元，相当于期末权益总额的比例为 15.58%，前六大客户担保责任余额占期末权益总额的比例均为 9.35%。湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南省内城投类企业，客户及行业集中度较高，需持续关注城投类企业信用风险分化对担保业务风险的潜在影响。

湖南担保间接融资担保业务主要包括贷款担保、置业担保，省中小担保定位于为湖南省范围内的中小微企业提供担保服务，2020 年 10 月省中小担保被纳入湖南省政府性融资担保机构名单，省中小担保根据各级园区、20 个优势产业链企业、小微企业的需求，开发推出了“长湘贷”、“税 e 贷”等批量化线上贷款担保产品，近年来担保余额大幅增加；经建担保主要为湖南省内政府平台公司、国有企业、上市公司和拟上市公司等提供增信服务，通过融资担保的方式主要支持公路、铁路、水利工程和工业园区等基础设施建设项目；湘诚担保于 2019 年纳入湖南担保合并范围，主要提供住房公积金贷款担保业务，客户以批量化的个人担保对象为主，截至 2021 年 9 月末，湖南担保置业担保余额为 261.50 亿元。

2020 年以前，湖南担保再担保业务全部由湖南担保本部经营。2020 年 1 月，湖南担保新设湖南再担保子公司，再担保业务全部由子公司湖南再担保经营。湖南再担保为湖南省唯一一家省属再担保机构，2020 年 10 月被纳入湖南省政府性融资再担保机构名单。具体分担比例方面，对于符合条件的融资担保业务代偿风险，原则上由湖南再担保、融资担保机构、银行、市州和县级人民政府按照 40%、30%、20%、10%的比例进行风险分担，其中湖南再担保承担的 40%部分，国家融担基金分担代偿风险的 20%，湖南省财政厅分担代偿风险的 10%。湖南担保再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持力度，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2021 年 9 月末，湖南担保再担保余额为 299.28 亿元，是 2019 年末的 4.44 倍。

湖南担保发生代偿的项目主要来自省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，随着历史存量高风险项目的逐步到期，2020 年湖南担保当期担保代偿率降至 0.76%，2021 年 1-9 月当期担保代偿额为 1.10 亿元，当期担保代偿率为 1.67%，较 2020 年有所上升。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款余额为 11.95 亿元，规模较大，且尚未计提坏账准备。代偿回收方面，湖南担保主要采用诉讼清收方式，由于法律诉讼程序较长，代偿回收进度整体较为缓慢，2020 年末湖南担保累计代偿回收率为 43.87%，较上年末有所上升，但后续追偿情况仍需持续关注。

湖南担保投资业务主要包括购买理财产品、信托计划投资和股权投资。截至 2021 年末，湖南担保交易性金融资产为 11.27 亿元，主要为持有的理财计划和信托计划，其中信托计划投资余额为 7.31 亿元，所投信托产品发行人为湖南省财信信托有限责任公司，底层资产以地市级平台公司信贷类资产为主，将于 2024 年到期；债权投资为 0.13 亿元，其中委托贷款 0.07 亿元，应收款项类投资 0.06 亿元；其他权益工具投资包括上市股权投资、非上市股权投资，其中上市股权投资为对湖南利德电子浆料股份有限公司的股权投资，2021 年末投资余额为 0.02 亿元，非上市股权投资中最大一笔投资对象为财信金控，投资余额为 20.00 亿元。

随着担保业务规模的扩大，2019-2021 年担保费收入规模保持增长。湖南担保利息收入主要来自银行存款、理财产品利息收入，投资收益来自购买的理财计划、信托计划等，2019-2021 年利息收入和投资收益合计数分别为 1.12 亿元、1.38 亿元和 1.57 亿元。

表18 湖南担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	4.84	79.39%	3.05	73.18%	1.18	55.12%
减：提取未到期责任准备金	1.13	-	0.64	-	0.19	-
利息收入	0.42	6.82%	0.57	13.75%	0.61	28.42%
投资收益	1.15	18.87%	0.81	19.34%	0.51	23.61%
营业总收入	6.09	100.00%	4.17	100.00%	2.14	100.00%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，湖南担保货币资金为 37.25 亿元，其中银行存款 35.40 亿元，其他货币资金 1.85 亿元，其他货币资金中共有 1.84 亿元的备付金和保证金存款使用权受限。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款为 11.95 亿元，未计提坏账准备。

湖南担保直接融资担保业务大多采用一次性预收模式收费，随着业务的拓展，预收担保费规模快速增长，2021 年末为 8.39 亿元。截至 2021 年末，湖南担保其他应付款为 4.47 亿元，其中公积金监管资金为 1.16 亿元，风险基金为 1.15 亿元，往来款为 0.95 亿元。随着担保业务规模的增加，湖南担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金大幅增加，2021 年末分别为 2.34 亿元、7.47 亿元。

截至 2021 年末，湖南担保资产总额为 85.20 亿元，所有者权益合计 59.51 亿元，其中实收资本为 53.53 亿元，资本实力强；湖南担保本部融资担保放大倍数为 5.04，放大倍数适中。2021 年湖南担保实现营业收入 6.09 亿元，实现净利润 0.60 亿元。

表19 湖南担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总额	85.20	76.24	68.50
所有者权益合计	59.51	57.73	57.33
营业总收入	6.09	4.17	2.14
净利润	0.60	0.41	0.07
净资产收益率	1.02%	0.71%	0.15%
当期担保代偿额	-	0.50	1.61
当期担保代偿率	-	0.76%	2.80%
累计代偿回收率	-	43.87%	40.48%
拨备覆盖率	-	60.80%	38.83%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告及湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保是湖南省内融资担保行业龙头企业和政策性担保体系组织单位，担保业务在湖南省具有较强的区域优势，唯一股东为湖南省财政厅，股东背景强，可为湖南担保在资金及业务拓展方面提供较大

的支持。

综上，湖南担保资本实力强，近年来担保业务快速发展，营业总收入明显提升，现阶段代偿能力极强。同时中证鹏元也关注到湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南内城投类企业，需持续关注城投类企业信用风险分化对湖南担保担保业务风险的潜在影响；间接融资担保客户主要为省内中小微企业，在宏观经济下行的大背景下，中小微企业抗风险能力较弱，需关注其代偿风险；应收代偿款规模较大，需关注后续追偿情况。经中证鹏元综合评定，湖南担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“22 惠华债/22 岳阳惠华债”的信用水平。

十、结论

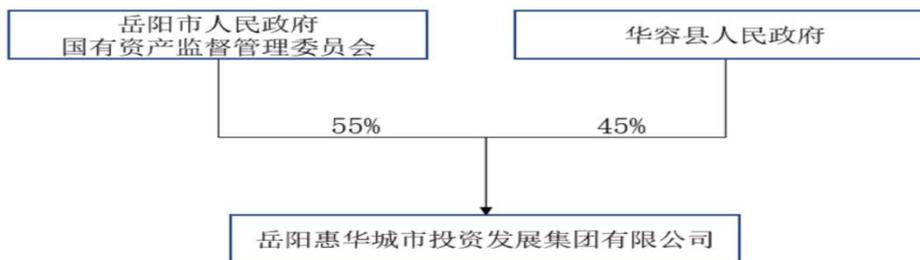
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22惠华债/22岳阳惠华债”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	9.14	10.86	1.11
应收票据及应收账款	19.75	18.00	13.36
应收账款	19.75	18.00	13.36
存货	57.44	45.28	49.78
流动资产合计	89.92	76.96	67.38
固定资产	23.41	24.63	24.01
非流动资产合计	43.95	39.66	40.68
资产总计	133.87	116.62	108.06
短期借款	2.27	2.03	0.20
一年内到期的非流动负债	6.82	4.55	6.75
流动负债合计	18.99	17.52	15.75
长期借款	29.22	24.35	18.11
应付债券	8.54	8.32	11.07
长期应付款	1.24	1.74	1.80
非流动负债合计	38.99	34.41	30.99
负债合计	57.98	51.93	46.74
总债务	49.54	43.11	35.01
营业收入	17.96	15.83	11.72
所有者权益	75.89	64.69	61.32
营业利润	1.33	1.61	1.19
其他收益	1.54	1.39	1.74
利润总额	1.32	1.60	1.18
经营活动产生的现金流量净额	-2.01	3.52	-1.11
投资活动产生的现金流量净额	-0.01	1.55	-0.86
筹资活动产生的现金流量净额	1.31	0.67	0.00
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	16.84%	18.68%	15.42%
收现比	79.84%	75.45%	54.34%
资产负债率	43.31%	44.53%	43.25%
现金短期债务比	0.78	1.04	0.19
EBITDA（亿元）	5.41	5.40	3.61
EBITDA 利息保障倍数	1.78	2.03	1.81

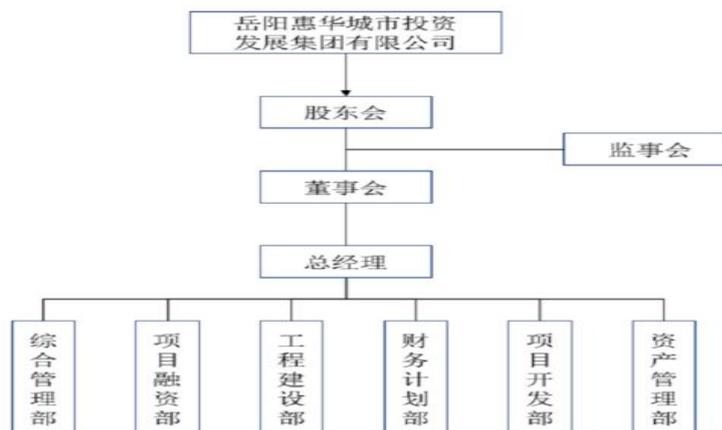
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
华容县华城房地产开发有限公司	0.30	100%	房地产开发
开元发展华容投资有限责任公司	2.06	100%	建设投资
华容华盛建设有限公司	0.50	100%	建材销售
华容县盛源资产经营有限责任公司	0.20	100%	咨询
华容水利水电建筑工程有限公司	1.08	100%	工程施工
华容华建劳务有限公司	0.10	100%	工程施工
华容县华农水务有限责任公司	2.00	100%	工程施工
岳阳惠硕国际贸易有限责任公司	5.00	100%	综合
岳阳惠盛置业有限责任公司	0.10	100%	房地产开发
湖南章华实业开发有限责任公司	0.50	100%	综合
华容县华兴文化旅游有限公司	1.00	51%	旅游咨询
湖南金地投资发展有限公司	1.00	51%	管理咨询

资料来源：公司 2021 年审计报告及国家企业信息系统查询，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	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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。