



2019年岳阳惠临投资发展有限公司公司债券 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：

2019年岳阳惠临投资发展有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 岳阳惠临债/19 惠临债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持岳阳惠临投资发展有限公司（以下简称“惠临投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 岳阳惠临债/19 惠临债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：近年岳阳市和临湘市经济实力不断增强，公司作为临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体，在建项目规模较大，业务可持续性较好，获得的外部支持力度仍较大，且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且面临一定的或有负债风险等风险因素。

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 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：袁媛
yuany@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	247.79	244.50	230.20	213.51
所有者权益	102.53	102.17	100.89	97.92
总债务	107.12	105.05	99.13	97.45
资产负债率	58.62%	58.21%	56.17%	54.14%
现金短期债务比	0.63	0.48	0.81	0.67
营业收入	2.05	10.50	10.94	9.35
其他收益	0.39	1.46	1.87	1.99
利润总额	0.36	1.45	1.39	1.29
销售毛利率	16.11%	15.97%	16.50%	16.88%
EBITDA	-	2.64	3.39	3.36
EBITDA 利息保障倍数	-	0.41	0.50	0.70
经营活动现金流净额	3.92	7.62	8.35	-4.40
收现比	3.39%	53.56%	65.78%	46.37%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **岳阳市有较好的资源禀赋，近年经济实力不断增强。**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，经济总量在湖南省仅次于省会长沙，固定资产投资有力拉动了经济增长，出口保持在较高增速。临湘市 2019-2021 年 GDP 保持增长，近年大力发展装配式建筑、电子信息、新材料等产业。
- **公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。**公司是临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，截至 2021 年末，公司主要在建项目规模较大，未来可通过代建、土地招拍挂返还和自营等多种模式取得收入。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年临湘市政府通过财政补贴的方式继续给予公司较大支持，提升了公司的盈利水平。
- **兴农担保提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，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能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司资产由土地、项目开发成本为主的存货和应收款项等组成，存货中已抵押的土地资产占比较大，证载用途为公路用地、公共管理与公共服务用地的土地资产规模较大，应收款项规模较大且回款时间不确定。
- **公司面临较大的资金压力。**公司业务回款速度较慢，收现情况一般，截至 2021 年末，公司主要在建项目预计后续尚需投资规模较大，带来较大的资金压力。
- **公司总债务规模持续增长，面临较大的偿债压力。**公司总债务规模持续增长，规模较大，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，债务偿还压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，担保对象主要为当地国企、事业单位和 PPP 项目公司，均无反担保措施，面临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	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	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	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等

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		1
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	2021-6-29	陈良玮、袁媛	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+	2021-6-29	陈良玮、袁媛	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+	2014-10-23	易美连、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
19 岳阳惠临债 /19 惠临债	7.00	7.00	2021-6-29	2026-12-23

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2019年12月发行7年期7.00亿元公司债券，募集资金计划用于临湘市城市停车场建设项目和补充营运资金。截至2022年6月1日，本期债券其中一个募集资金专项账户余额为1.29万元；截至2022年6月13日，本期债券另一个募集资金专项账户余额为41.50万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为6,667.00万元。2021年国开发展基金有限公司减资198.80万元，临湘市国有资产服务中心增资198.80万元，注册资本不变。截至2022年5月末，公司控股股东及实际控制人仍为岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会，持有公司54.00%股权。

2021年12月，马国钧不再担任公司监事，左尚担任公司监事。

跟踪期内，公司仍主要从事临湘市的城市开发项目投资，业务包括基础设施项目代建、征拆迁服务、土地开发等业务。2021年公司新增3家纳入合并范围的子公司，2022年1-3月公司减少1家纳入合并范围的子公司，截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共14家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2021年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
临湘市惠源污水处理有限公司	100.00%	0.50	污水处理及其再生利用等	投资设立
临湘市振湘水务有限公司	100.00%	0.80	自来水生产与供应等	投资设立
岳阳湘惠新能源有限公司	100.00%	0.20	发电业务等	投资设立
2、2022年1-3月不再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	不再纳入的原因
临湘市振湘水务有限公司	100.00%	0.80	自来水生产与供应等	无偿划出

资料来源：公司提供

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。

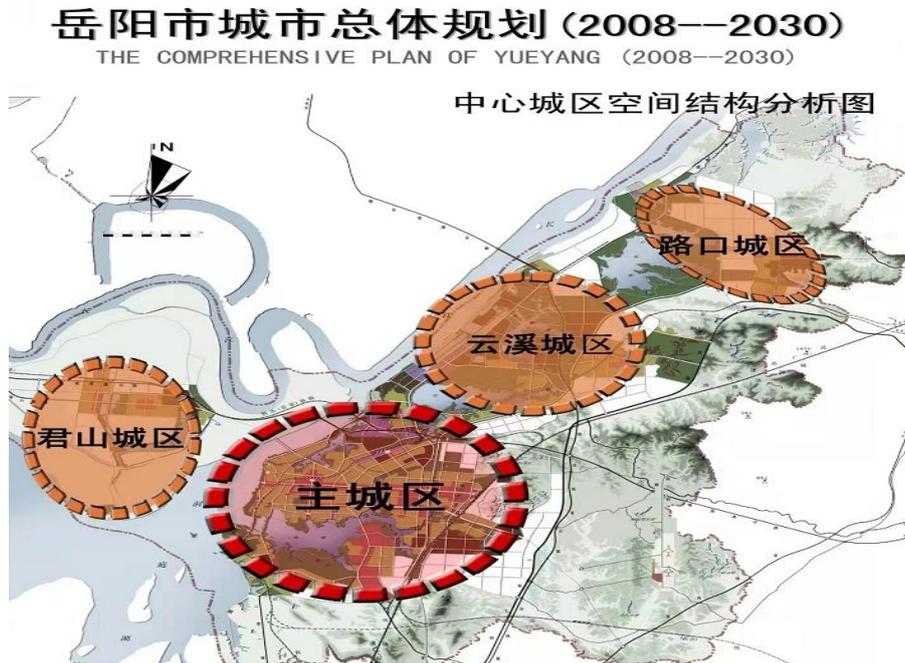
另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

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。

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%	14.46	1,188.31	1,120
岳阳市	4,402.98	8.1%	6.93	171.14	355.1
常德市	4,045.10	7.7%	6.50	202.88	346.23
株洲市	3,420.26	8.3%	7.96	179.8	339.30
郴州市	2,770.10	8.8%	5.36	160.8	201.01
娄底市	1,825.76	7.7%	4.39	90.77	-
怀化市	1,817.8	8.4%	3.64	111.98	54.5
湘西土家族苗族自治州	792.11	8.7%	2.91	70.27	41.67

注：1) 人均 GDP 为 2020 年度数据；2) “-” 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
岳阳市城市建设投资集团有限公司	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。
岳阳市交通建设投资集团有限公司	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

临湘市为岳阳市下辖县级市，近年经济保持增长，但整体经济财政实力较弱，工业经济增速下降，财政自给率低，地方宽口径债务率相对较高

区位特征：临湘市隶属岳阳市，是长江经济带上的重要口岸城市。临湘市为岳阳市下辖县级市，地

处岳阳市东北部，与岳阳市云溪区、岳阳楼区、岳阳县、湖北省咸宁市相邻，面积1,760平方公里，辖10镇、4街道，161个村（居委会）。临湘市是长株潭城市群和武汉城市圈的中心节点，离岳阳市三荷机场20公里，离岳阳高铁站约40公里，临湘站为京广铁路三等站，目前有空调快速列车经停，京港澳高速、杭瑞高速、107国道穿境而过，辖区内拥有长江岸线38.5公里，是长江经济带上的重要口岸，建成有3个3,000吨级栈桥式泊位的鸭栏货运码头。临湘市被誉为“中国浮标之乡”，浮标占全国80%市场份额，全产业链条生产总值突破35亿元，形成了全国首个浮标特色小镇。截至2021年末，临湘市常住人口43.26万人，较2010年第六次人口普查数据减少13.22%。

经济发展水平：临湘市经济保持增长，但经济体量在岳阳市下辖区县排名靠后，近年工业经济增速下降。近年临湘市积极推进装配式建筑、电子信息、新材料、钓具（浮标）、竹木家居、农产品加工、现代物流和文化旅游“7+1”产业链建设，2021年临湘市规模以上工业企业数量182家。通过承接沿海制造业转移和岳阳产业辐射，临湘市引进了岳阳蓝宇通信技术有限公司等企业，承接配套中国石化旗下的巴陵石化和长岭炼化两家大型石油炼制和石油化工生产企业的新材料项目。依托临湘市丰富的砂石矿山资源，引进了海螺水泥等建材企业。

近年临湘市经济保持增长，但经济体量在岳阳市下辖区县排名靠后，2021年GDP为309.88亿元。受全域旅游、物流行业等带动，近年临湘市第三产业发展较快，此外楠竹等林木资源开发也带动第一产业发展，临湘市三次产业结构由2019年的11.1：44.8：44.1调整为2021年的13.3：40.3：46.4。近年来受疫情及滨江地区化工产业带关停搬迁等因素影响，临湘市规模以上工业增加值增速逐年下降，2021年同比下滑3.1%。近年临湘市积极开展产业招商引资，引进包括投资55亿元的城市综合体项目、投资50亿元的英科医疗项目、投资10亿元的冠锋科技项目、投资25亿元的中非经贸产业园等，带动固定资产投资保持较高增速。近年临湘市房地产投资保持增长态势，2021年房地产投资额16.41亿元，同比增长142%，其中住宅投资14.38亿元，同比增长159%。商品房销售表现尚可，近年临湘市商品房销售面积逐年增加，2021年商品房销售面积和销售额分别增长4%和7.88%。

表6 2021年岳阳市部分区县经济财政指标情况（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	8.5%	7.59	10.18	-
汨罗市	463.94	8.1%	8.29	12.22	-
华容县	394.64	8.1%	7.14	6.77	-
岳阳县	385.80	8.1%	6.89	8.44	-
平江县	361.24	8.6%	3.82	13.44	-
云溪区	328.09	1.1%	22.75	4.18	-
临湘市	309.88	7.8%	7.16	8.17	-
君山区	180.44	8.4%	8.95	3.75	-

注1：“-”数据未公告；临湘市、岳阳县、平江县人均GDP基于2021年常住人口计算，岳阳楼区和君山区人均GDP基于第七次人口普查常住人口计算。

资料来源：各区县2021年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、各区县第七次全国人口普查公报，政府网站，中证鹏元整理

表7 临湘市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021		2020		2019	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	309.88	7.8%	305.06	3.6%	299.3	8%
固定资产投资	-	8%	198.99	8.8%	172.94	11.4%
社会消费品零售总额	106.2	14.6%	92.68	-2.2%	87.12	10.4%
进出口总额（亿美元）	0.49	187%	0.28	5%	0.22	7%
人均 GDP（元）	71,632		70,420		57,993	
人均 GDP/全国人均 GDP	88.46%		97.20%		81.80%	

注：“-”数据未公告；人均 GDP=当年地区生产总值/常住人口数。2020 年人均 GDP 基于第七次人口普查常住人口计算。

资料来源：2019-2021 年临湘市国民经济与社会发展统计公报、临湘市第七次全国人口普查公报，中证鹏元整理

发展规划及机遇：根据《关于临湘市2017-2021年国民经济和社会发展计划执行情况及未来五年国民经济和社会发展计划（草案）的报告》，临湘市未来五年将积极培育新材料、电子信息、建材、绿色化工、钓具（浮标）、竹木家居、农产品加工七大产业链条。巩固矿产和建材产业，推动沿江一公里传统化工企业退出后的转型升级；推进钓具产品和功能升级，推进“浮标+产业”融合发展；壮大竹木精深加工产业；打造临港战略性新兴产业集群，重点培育和发展电子信息、新材料、现代物流等产业。

财政及债务水平：近年临湘市财政收入保持增长，但规模较小且财政自给率较低，地方宽口径债务率相对较高。近年临湘市一般公共预算收入保持增长，2021年为8.17亿元，居岳阳市下辖区县中下游水平，财政自给能力较弱。2020年临湘市土地出让收入增长带动政府性基金收入增长，但受当地房地产市场等因素影响，未来仍存在波动的可能。2020年临湘市地方政府债务余额有所增长，地方宽口径债务率³相对较高。

表8 临湘市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	8.17	7.55	6.39
税收收入占比	72.58%	71.09%	73.27%
财政自给率	-	17.45%	15.44%
政府性基金收入	-	17.40	11.64
地方政府债务余额	-	27.42	21.92

资料来源：临湘市 2019-2020 年财政决算报告，临湘市人民政府网，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，临湘市主要发债平台公司为岳阳惠临投资发展有限公司，控股股东及实际控制人为岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

³ 地方宽口径政府债务率=（地方政府债务余额+城投带息债务（全辖））/地方综合财力*100%。

表9 2021年末临湘市主要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
岳阳惠临投资发展有限公司	岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会	102.17	58.21%	10.50	102.17	主要从事临湘市的 城市开发项目投资

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，主要从事临湘市的的城市开发项目投资，业务包括基础设施项目代建、征拆迁服务、土地开发等。受征拆迁服务收入确认规模减少影响，2021年公司收入规模小幅下降。从收入结构来看，代建项目收入和征拆迁服务收入仍是公司收入主要来源，物业费收入和广告收入为营业收入提供的补充较小。毛利率方面，由于毛利率相对较高的征拆迁服务收入占比下降，2021年公司销售毛利率较上年有所下降。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	103,257.87	16.00%	89,222.08	16.00%
征拆迁服务收入	1,604.97	19.23%	20,134.34	19.23%
物业费收入	88.00	31.89%	-	-
广告收入	44.07	-212.26%	43.44	-198.38%
试钓收入	-	-	0.49	-1996.20%
合计	104,994.92	15.97%	109,400.35	16.50%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好，但收入回款时间具有一定不确定性且项目建设资金需求大，面临较大的资金压力

根据“临政发[2010]2号”文件，为推进临湘市城市基础设施建设，临湘市人民政府每年根据城市规划，授予公司以代建投资建设的模式承担一定的基础设施建设任务，并对代建项目进行回购。在代建投资建设模式下，项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用和工程投资等全部支出由公司先行垫付，项目完工后由临湘市财政投资评审中心评审并出具评审确认表，由临湘市财政局根据审价报告进行回购，并给予一定的利润，利润率因具体项目不同而有所差异。值得注意的是，上述文件并未对临湘市财政局的回款时间进行约定，临湘市财政局付款安排受其资金安排影响，回款时间存在一定不确定性。

2021年，临湘市财政局对桃林重金属污染及底泥治理项目、源潭河综合治理项目等进行结算，审定项目成本8.67亿元，确认收入金额为10.33亿元，毛利率仍为16.00%。

表11 2020-2021年公司代建项目回购情况（单位：万元）

年度	项目	收入
----	----	----

2021 年	桃林重金属污染及底泥治理项目	85,687.70
	源潭河综合治理项目	10,039.91
	花园大道、云湖大道	4,248.90
	城西入口	1,872.23
	城乡社区网络服务平台	1,409.13
	合计	103,257.87
2020 年	农产品批发大市场	20,474.92
	桃林重金属污染及底泥治理项目一期	35,077.16
	羊楼司农民集中住房项目	18,026.53
	儒溪农民集中住房项目	11,562.02
	羊楼司镇安置点	4,081.44
	合计	89,222.08

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要委托代建项目包括钓具（浮标）产业创新创业园项目、长安文化创意园建设项目和城乡供水一体化明改暗工程等，公司主要在建自营项目包括临湘市城市停车场建设项目、湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目和电商物流园项目。其中临湘市城市停车场建设项目为“19岳阳惠临债/19惠临债”的募投项目，该项目计划总投资为9.55亿元，使用募集资金5.40亿元，建成后通过出租停车场、商业配套设施服务获得收益，项目于2015年12月开工，计划建设周期61个月，2021年末已投资7.15亿元，建设进度慢于预期。湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目为“20惠临01”、“21惠临01”的募投项目，该项目计划总投资为14.36亿元，收入主要包括门票收入、3D及5D电影院体验收入、真人CS体验收入等，项目于2018年底开始实施，计划工期2年，2021年末已投资4.93亿元，建设进度慢于预期。临湘市湘北物流体系建设项目为“20惠临03”和“21惠临02”的募投项目，该项目计划总投资为9.19亿元，收入主要来自仓库、服务大楼出租或出售、停车位出租等收入，项目于2020年6月开工，计划工期2年，2021年已投资6.78亿元。考虑到受宏观经济、项目建设进度、市场需求波动等因素影响，公司在建自营项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资规模为62.46亿元，已投资37.20亿元，尚需投资25.26亿元。其中，公司主要代建项目计划总投资21.86亿元，尚需投资8.91亿元，后续随着该部分项目的完工验收，可为公司带来相应的代建项目收入，但未来工程结算受项目进度等因素影响，或存在一定波动。总体而言，公司当前主要的在建项目规模较大，业务持续性较好，但中证鹏元也注意到截至2021年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表12 截至 2021 年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	收益方式
钓具（浮标）产业创新创业园项目	126,387.00	58,476.98	委托代建
源潭河环境综合治理工程	74,945.00	53,878.87	招拍挂返还收入
长安文化创意园建设项目	56,856.16	36,218.88	委托代建

城乡供水一体化明改暗工程	35,400.00	34,881.56	委托代建
湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目	143,579.78	49,286.90	自营
临湘市城市停车场建设项目	95,528.00	71,465.90	自营
临湘市湘北物流体系建设项目	91,938.18	67,780.43	自营
合计	624,634.12	371,989.53	-

资料来源：公司提供

2021年公司征拆迁服务收入规模大幅减少，未来存在一定波动性

根据公司与临湘市政府签订的《征地拆迁服务协议》及公司与岳阳市人民政府签订的《岳阳市城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，为加快临湘市城区内征地拆迁安置工作，临湘市政府采取委托大包干的方式，将土地征拆涉及的土地征收、房屋拆迁、杆线迁移、构造物补偿、工作经费、奖励经费等一切与征地拆迁安置相关的工作委托公司进行。征地拆迁安置过程中支付的所有费用由公司先行垫付，临湘市政府于每年年底前，根据公司当年度征地拆迁垫付投入按照成本加成30.00%比例支付给公司作为征地拆迁收益，年度垫付资金由临湘市政府指定临湘市财政投资评审中心核定。

受政府征拆迁项目委托数目及金额减少影响，2021年公司征拆迁服务收入大幅减少，毛利率仍为19.23%。值得注意的是，房地产市场和土地一级市场的波动将会影响政府的国有土地出让收入，进而影响到政府的征地拆迁规划，对公司的征地拆迁服务业务造成不利影响。

2021年公司继续得到当地政府在财政补贴方面的较大力度支持

公司作为临湘市重要的基础设施建设实施主体之一，承担了较重的基础设施建设任务和公共服务职能。为增强公司的持续经营能力以及缓解公司资金压力，当地政府在财政补贴等方面继续给予公司较大力度的支持。

资产划转方面，2021年公司将持有的岳阳绿成汇恒置业有限公司20.00%股权无偿划拨至临湘市兴路交通建设投资有限公司，减少资本公积0.20亿元；因退回国开发展基金有限公司投资款，减少资本公积0.21亿元。财政补贴方面，根据《临湘市财政局关于对岳阳惠临投资发展有限公司给予财政补贴的决定》，2021年公司收到政府补助1.46亿元，占同期利润总额的比重为101.07%。

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审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增3家纳入合并报表范围的子公司，2022年1-3月公司减少1家纳入合并范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要由土地、项目开发成本和应收款项组成，应收款项占用公司资金，且回款时间不确定，部分资产使用受限，资产流动性较弱

受融资规模增加等因素影响，2022年3月末公司资产规模较2020年末有所增长。从资产结构来看，公司仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中6.26亿元因属质押的定期存款及保证金等而使用受限。2021年末公司应收账款同比显著增长，主要系业务结算规模增加但尚未回款所致，应收对象99.99%为临湘市财政局，应收账款规模较大，部分账龄较长，对公司资金存在一定占用。公司其他应收款主要系应收临湘市财政局、临湘市兴临建设投资有限公司和临湘市永安教育建设投资有限公司等单位的往来款，2021年末前五大应收对象的应收款项占其他应收款期末余额的比例为61.15%。公司应收款项规模较大，回款时间不确定，占用了公司资金，降低了资金使用效率。

公司存货包括项目开发成本和存量土地，项目开发成本主要是公司代建项目工程成本，2021年末公司存货中存量土地合计账面价值67.98亿元，占总资产的比重为27.80%。其中，23宗账面价值22.87亿元，面积为286.65万平方米的土地使用权已经抵押，占存货科目下土地总账面价值的比重为33.64%；证载用途为公路用地、公共管理与公共服务用地的土地使用权账面价值合计15.25亿元，面积为354.01万平方米，占存货科目下的土地总账面价值的比重为22.44%。

2021年末公司在建工程同比大幅增长，主要系临湘市城市停车场建设项目、湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目和电商物流园项目新增投入所致。截至2021年末，公司无形资产主要系湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目3宗评估入账的土地，土地用途为商服、旅游用地，面积合计156.26万平方米。截至2021年末，公司受限资产包括存货和货币资金，合计29.22亿元，占同期末总资产的11.95%。

总体来看，公司资产规模保持增长，主要由在建的代建项目、土地资产及应收款项构成，其中应收款项回收时间不确定，对公司资金形成占用，部分资产使用受限，公司资产流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.22	5.33%	9.99	4.09%	10.61	4.61%
应收账款	27.19	10.97%	25.11	10.27%	19.51	8.48%
其他应收款	17.82	7.19%	22.29	9.12%	29.03	12.61%
存货	143.87	58.06%	142.23	58.17%	135.15	58.71%
流动资产合计	202.12	81.57%	199.64	81.65%	194.31	84.41%
在建工程	19.44	7.84%	18.85	7.71%	8.85	3.84%
无形资产	19.72	7.96%	19.52	7.99%	20.07	8.72%

非流动资产合计	45.67	18.43%	44.87	18.35%	35.89	15.59%
资产总计	247.79	100.00%	244.50	100.00%	230.20	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入小幅下降，政府补助对公司利润贡献较大

公司营业收入主要来源于代建项目收入、征拆迁服务收入等，2021年同比小幅下降。因公司收入回款速度较慢，2021年收现比有所下降。毛利率方面，受毛利率相对较高的征拆迁服务收入占比下降影响，2021年公司销售毛利率较上年下降0.53个百分点。

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资规模较大，公司土地资产较为丰富，未来业务持续性较好。但当前房地产市场政策存在一定不确定性，可能对公司的征地拆迁服务业务和土地业务造成不利影响，预计公司未来收入规模存在一定的波动性。

2021年公司获得政府补助1.46亿元，占同期利润总额的比重为101.07%，政府补助对公司利润贡献较大。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

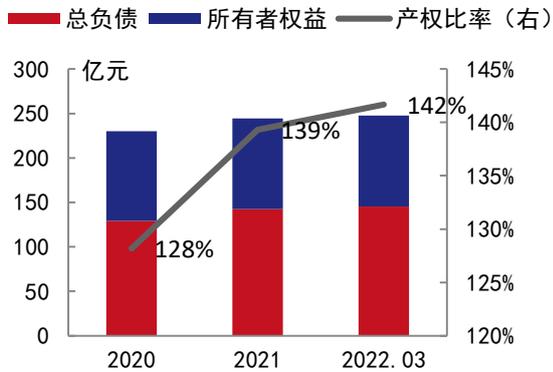
项目	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	0.03	0.54	0.66
营业收入	2.05	10.50	10.94
营业利润	0.36	1.45	1.39
其他收益	0.39	1.46	1.87
利润总额	0.36	1.45	1.39
销售毛利率	16.11%	15.97%	16.50%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

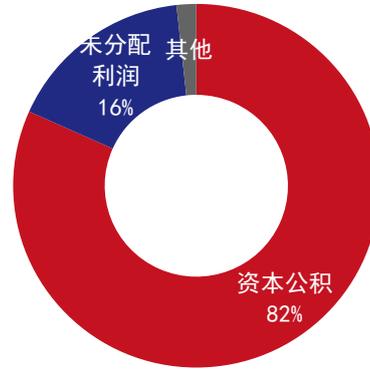
资本结构与偿债能力

公司总债务规模继续增长，面临较大的偿债压力

受融资规模增加影响，2022年3月末公司总负债较2020年末有所增长。公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，受益于利润留存，2022年3月末公司所有者权益小幅增长。综合影响下，2022年3月末公司产权比率较2020年末上升13.51个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司短期借款系长沙银行岳阳分行、北京银行长沙分行等的借款。公司其他应付款主要为应付往来款等，2021年末同比大幅增长，应付对象主要包括临湘市兴融交通建材有限公司、临湘市人民医院等单位。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债为17.27亿元，其中一年内到期的长期借款5.12亿元、一年内到期的应付债券10.50亿元和一年内到期的长期应付款0.13亿元。

2021年末公司长期借款同比小幅增长，包括抵押借款、质押借款、信用借款等。截至2021年末，公司应付债券为30.88亿元，另有10.50亿元应付债券列报于一年内到期的非流动负债，存续债券具体情况如下表所示。截至2021年末，公司长期应付款主要系应付国开基金发展有限公司的款项。

表15 截至 2021 年末公司存续债券明细（单位：亿元）

债券简称	债券余额	利率	起息日	债券期限
17 惠临投资 PPN001	1.00	7.20%	2017-09-25	3+2 年
17 惠临投资 PPN002	4.50	7.20%	2017-12-14	3+2 年
19 惠临 01	3.00	7.50%	2019-03-26	3+2 年
19 惠临 02	4.50	7.50%	2019-06-05	3+2 年
19 惠临投资 PPN001	5.00	7.20%	2019-10-28	2+1 年
19 岳阳惠临债	7.00	7.50%	2019-12-23	7 年
20 惠临投资 PPN001	1.50	7.20%	2020-01-21	2+1 年
20 惠临 01	2.00	7.50%	2020-09-11	3+2+2 年
20 惠临 03	4.00	6.50%	2020-12-24	3+2+2 年
21 惠临 01	3.10	7.00%	2021-02-08	2+2+3 年
21 惠临 02	4.00	6.50%	2021-02-09	3+2+2 年
21 惠临 03	2.90	7.10%	2021-04-29	2+2+3 年
合计	42.50	-	-	-

资料来源：公司提供

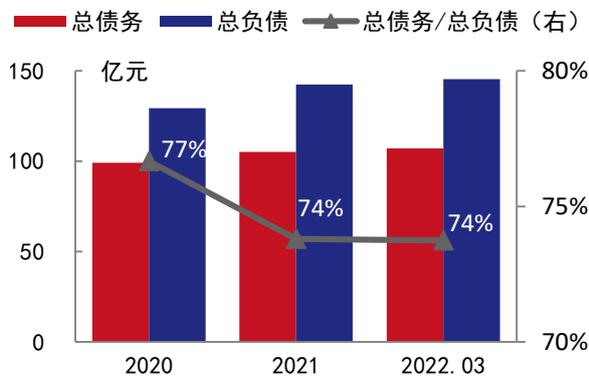
表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.73	2.57%	3.37	2.36%	3.28	2.54%
其他应付款（合计）	34.87	24.00%	34.59	24.30%	25.90	20.03%
一年内到期的非流动负债	17.30	11.91%	17.27	12.14%	9.84	7.61%
流动负债合计	59.16	40.73%	57.92	40.70%	43.29	33.48%
长期借款	56.31	38.76%	53.42	37.53%	51.25	39.63%
应付债券	29.68	20.43%	30.88	21.69%	32.55	25.18%
长期应付款	0.11	0.08%	0.11	0.08%	2.21	1.71%
非流动负债合计	86.09	59.27%	84.41	59.30%	86.01	66.52%
负债合计	145.26	100.00%	142.33	100.00%	129.30	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

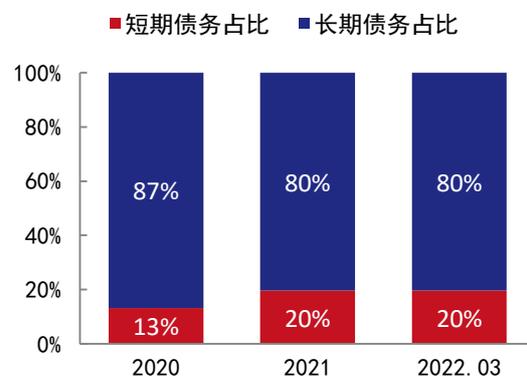
截至2022年3月末，公司总债务规模较2020年末有所增长，占总负债的比重为73.75%。从债务期限结构来看，2022年3月末公司短期债务占比为19.63%，但考虑到公司存续债券中，19惠临01（规模3.00亿元）、19惠临02（规模4.50亿元）的回售行权时间在2022年，若投资者行使回售选择权，叠加当年到期债务本身的偿还压力，公司将面临较大的流动性压力和债务偿还压力。此外，2022年6月公司发行22惠临投资MTN001（规模5.00亿元），总债务规模进一步增加。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年3月末公司资产负债率小幅上升，现金短期债务比仍较低，现金类资产对短期债务的覆盖水平较弱。截至2021年末，受债务规模增长影响，公司EBITDA利息保障倍数有所下降，息税折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度仍较低。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	58.62%	58.21%	56.17%
现金短期债务比	0.63	0.48	0.81

EBITDA 利息保障倍数

-

0.41

0.50

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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5月31日），公司本部、子公司临湘市保障性安居工程建设投资有限公司均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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计23.57亿元，占2021年末净资产的23.07%，担保对象包括当地国企、事业单位和PPP项目公司，均无反担保措施，其中临湘市汉湘文化有限公司为PPP项目公司，上市公司中节能铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197.SZ）直接持股78.95%。整体来看，公司面临一定或有负债风险。

表18 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保	企业性质
岳阳惠源矿业有限公司	70,364.00	否	国有企业
临湘市永安教育建设投资有限公司	29,591.46	否	国有企业
临湘市汉湘文化有限公司	23,444.15	否	PPP 项目公司
临湘市兴临建设投资有限公司	23,000.00	否	国有企业
岳阳恒盛冷链物流有限责任公司	19,980.00	否	国有企业
临湘市鸭栏港区发展有限责任公司	19,546.56	否	国有企业
华容县鑫源农业发展有限公司	12,000.00	否	国有企业
临湘市兴路交通建设投资有限公司	9,450.00	否	国有企业
临湘市兴融交通建材有限公司	8,104.00	否	国有企业
临湘市宏建水利水电建筑工程有限公司	5,600.00	否	国有企业
华容水利水电建筑工程有限公司	5,000.00	否	国有企业
临湘市瑞兴电影有限公司	3,000.00	否	国有企业
岳阳惠华城市投资发展集团有限公司	1,645.00	否	国有企业
临湘市人民医院	1,500.00	否	事业单位
临湘市振宇建筑工程有限责任公司	1,470.00	否	国有企业
湖南临湘龙鑫运输有限责任公司	1,000.00	否	国有企业
临湘市振湘实业发展有限公司	1,000.00	否	国有企业
合计	235,695.17	-	-

资料来源：公司提供，国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

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。临湘市隶属岳阳市，是长江经济带上的重要口岸城市，近年临湘市经济保持增长，但经济体量在岳阳市下辖区县排名靠后，工业经济增速下降。公司作为临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，承担了临湘市大量的城市基础设施建设项目投资工作，虽然近年公司收入规模有所波动，收现情况表现一般，且项目建设尚需投入较大规模资金，对外部融资依赖度较高，面临较大的资金压力和偿债压力。但考虑到公司业务持续性较好，政府仍通过财政补贴的方式给予公司较大的支持，整体抗风险能力尚可。

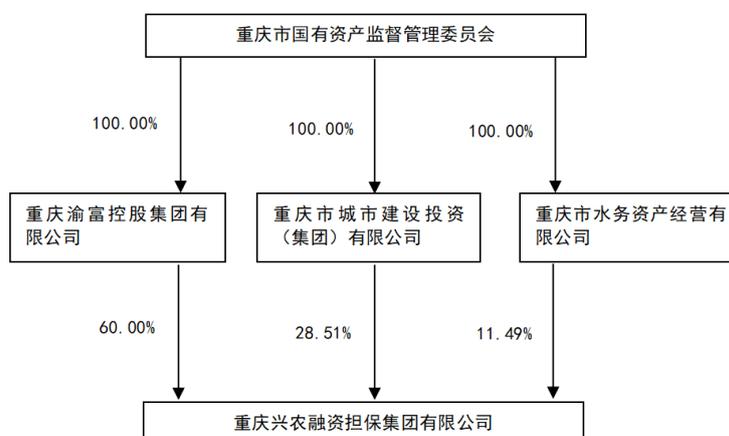
九、债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月。历经数次增资及股权变更，截至2021年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图6 截至2021年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

表19 兴农担保营业总收入构成情况（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	9.21	70.12%	8.89	76.14%	7.96	76.16%
利息收入	2.55	19.38%	2.33	19.93%	1.76	16.78%
其他收入	1.38	10.49%	0.46	3.92%	0.74	7.06%
合计	13.13	100.00%	11.68	100.00%	10.46	100.00%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

表20 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
其中：直接融资担保余额	771.33	809.00	690.12
间接融资担保余额	84.98	92.07	87.88
非融资性担保余额	36.19	16.40	9.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当期代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09
累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%

注：以上担保业务数据均不含交通担保；

资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客

户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收

入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

表21 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	13.13	11.68	10.45
其中：已赚担保费	9.87	7.52	-
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
营业支出	10.66	7.08	7.51
其中：提取担保赔偿准备金	4.12	3.72	4.68
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02
利润总额	2.49	3.66	3.06
净利润	2.07	3.11	2.57
净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

十、结论

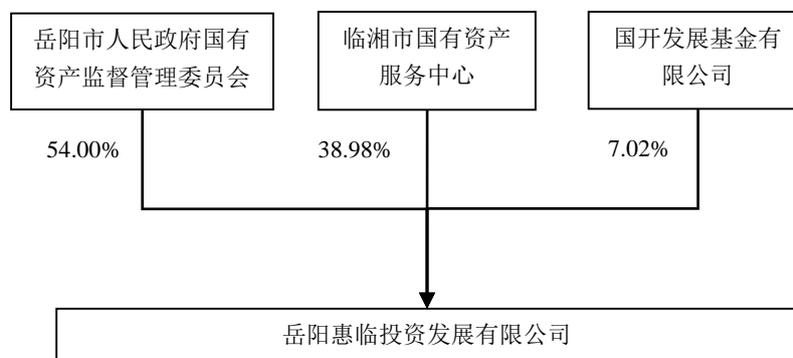
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19岳阳惠临债/19惠临债”的信用等级为AAA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	13.22	9.99	10.61	10.16
应收账款	27.19	25.11	19.51	15.44
其他应收款	17.82	22.29	29.03	30.30
存货	143.87	142.23	135.15	125.84
流动资产合计	202.12	199.64	194.31	181.74
在建工程	19.44	18.85	8.85	6.46
无形资产	19.72	19.52	20.07	19.62
非流动资产合计	45.67	44.87	35.89	31.78
资产总计	247.79	244.50	230.20	213.51
短期借款	3.73	3.37	3.28	4.93
其他应付款（合计）	34.87	34.59	25.90	16.69
一年内到期的非流动负债	17.30	17.27	9.84	10.31
流动负债合计	59.16	57.92	43.29	33.39
长期借款	56.31	53.42	51.25	44.16
应付债券	29.68	30.88	32.55	30.57
长期应付款	0.11	0.11	2.21	0.00
非流动负债合计	86.09	84.41	86.01	82.21
负债合计	145.26	142.33	129.30	115.59
总债务	107.12	105.05	99.13	97.45
营业收入	2.05	10.50	10.94	9.35
所有者权益	102.53	102.17	100.89	97.92
营业利润	0.36	1.45	1.39	1.30
其他收益	0.39	1.46	1.87	1.99
利润总额	0.36	1.45	1.39	1.29
经营活动产生的现金流量净额	3.92	7.62	8.35	-4.40
投资活动产生的现金流量净额	-0.81	-8.08	-2.78	-5.83
筹资活动产生的现金流量净额	0.11	1.10	-10.33	10.05
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	16.11%	15.97%	16.50%	16.88%
收现比	3.39%	53.56%	65.78%	46.37%
资产负债率	58.62%	58.21%	56.17%	54.14%
现金短期债务比	0.63	0.48	0.81	0.67
EBITDA（亿元）	-	2.64	3.39	3.36
EBITDA 利息保障倍数	-	0.41	0.50	0.70

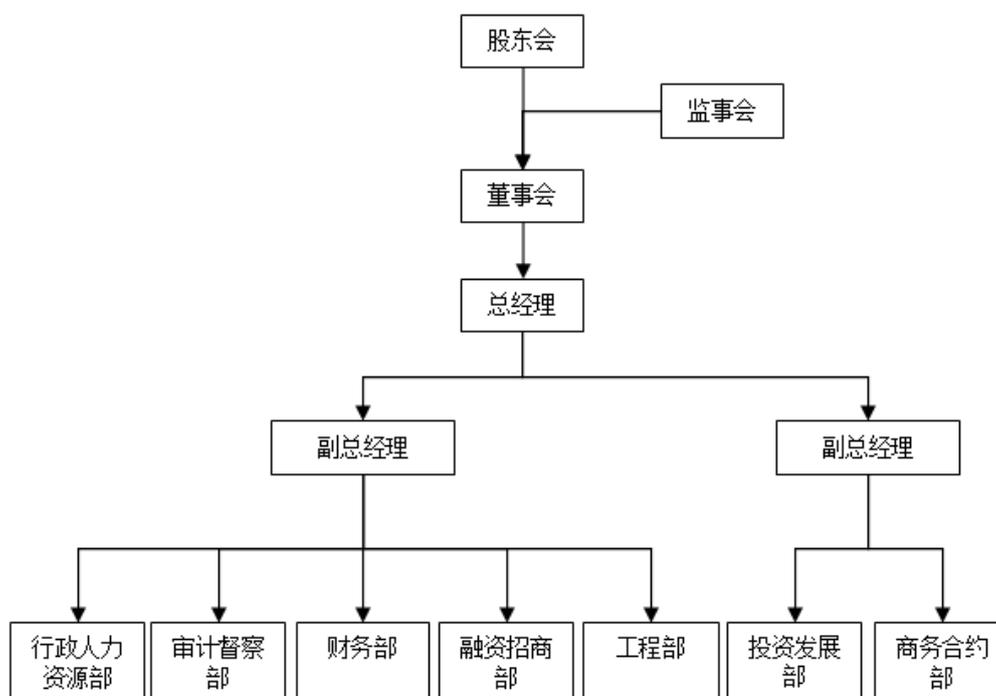
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

企业名称	持股比例	注册资本	业务性质	子公司级次
临湘市保障性安居工程建设投资有限公司	100.00%	7,000.00	项目投资	一级
临湘长盛建设投资有限公司	66.67%	3,000.00	项目投资	一级
临湘市兴城置业有限公司	100.00%	1,000.00	棚户区及旧城改造	二级
临湘市惠临置业有限公司	100.00%	3,000.00	房地产	一级
临湘市扶贫开发投资有限公司	100.00%	800.00	项目投资	二级
湖南惠临渔乐文化传媒有限公司	65.00%	3,000.00	商务服务	一级
岳阳临江工业科技有限公司	83.33%	12,000.00	项目投资	一级
临湘市美临文化旅游发展投资有限公司	100.00%	20,000.00	项目投资	二级
湖南中睿资产管理有限公司	100.00%	3,000.00	投资管理	一级
临湘竹乡建设投资有限公司	100.00%	10,000.00	工程施工	二级
临湘市恒盛小城镇建设投资有限公司	55.00%	10,000.00	城乡基础设施建设等	一级
临湘市和诚物业管理有限公司	100.00%	100.00	物业管理等	二级
临湘市惠源污水处理有限公司	100.00%	5,000.00	污水处理及其再生利用等	一级
岳阳湘惠新能源有限公司	100.00%	2,000.00	发电业务等	一级

资料来源：公司提供

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。