



2021年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券、2022年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券（品种一、品种二）2023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。

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：

2021年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券、 2022年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券（品种一、品种二）2023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
21 祁阳经投 01/21 祁投 01	AAA	AAA
品种一：22 祁阳经投 01/ 22 祁投 01	AAA	AAA
品种二：22 祁阳经投 02/ 22 祁投 02	AA+	AA+

评级日期

2023 年 6 月 19 日

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：王寒
wangh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：近年来祁阳市经济实力保持增长，在永州市下辖区县中排名前列，为湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司（以下简称“祁阳经开”或“公司”）发展提供了良好的外部环境，持续获得的政府支持提升了公司的利润水平；同时，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南融担集团”）提供的保证担保仍能有效提升“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”和“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”的信用水平、常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）提供的保证担保有效提升了“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，短期偿债指标表现弱，经营垫付资金规模较大且回款不佳，面临较大的资金压力，且面临一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 作为服务于祁阳高新技术产业开发区发展的主体，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
总资产	92.48	89.67	79.86
所有者权益	72.51	71.50	70.54
总债务	17.82	12.72	6.05
资产负债率	21.59%	20.26%	11.68%
现金短期债务比	0.08	5.13	1.31
营业收入	3.24	4.08	3.57
其他收益	0.68	0.59	1.20
利润总额	1.01	0.97	1.58
销售毛利率	12.05%	12.53%	12.22%
EBITDA	1.13	1.00	1.68
EBITDA 利息保障倍数	1.31	2.03	5.10
经营活动现金流净额	-6.34	-4.10	-1.81

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告以及 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **近年来祁阳市经济实力保持增长，在永州市下属区县中排名前列。**祁阳市矿产资源较为丰富，区域内先进装备制造及轻纺制鞋产值均破百亿。近年来祁阳市经济实力保持增长，2022年地区GDP为401.44亿元，同比增速为4.80%，在永州市11个区县中排名第二。
- **持续获得的政府支持提升了公司的资本实力和利润水平。**2022年公司获得的外部支持力度仍较大，资产注入方面，2022年祁阳南峰开发建设有限公司（以下简称“南峰开发”）股权无偿划转至公司，增加公司资本公积0.34万元；财政补贴方面，2022年获得当地政府财政补贴0.68亿元，占当年利润总额的67.13%。
- **湖南融担集团及常德财鑫担保提供的保证担保有效提升债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖南融担集团及常德财鑫担保主体信用等级分别为AAA和AA+，湖南融担集团为“21祁阳经投01/21祁投01”、“22祁阳经投01/22祁投01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，及常德财鑫担保为“22祁阳经投02/22祁投02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升债券的信用水平。

关注

- **短期偿债指标表现弱。**2022年资金缺口扩大导致现金短期债务比大幅下降至0.08，短期偿债压力较大，现金类资产难以对即期债务偿付形成有效保障。
- **经营垫付资金规模较大且回款不佳，面临较大的资金压力。**因经营垫付资金规模较大且回款不佳，经营活动净现金流持续为负，2022年净流出6.34亿元；外部债务融资筹集的资金尚无法弥补公司资金缺口。考虑到截至2022年末，公司在建项目尚需投资至少4.21亿元，公司资金压力较大。
- **公司资产主要由存量土地及代建业务发展形成的开发成本、应收账款构成，资产流动性较弱。**公司资产主要由存量土地、代建业务发展形成的开发成本、应收账款构成，2022年末前述资产占公司资产的94.66%，即时变现能力较弱；此外，截至2022年末，公司受限资产价值合计6.76亿元，合计占全部资产的7.31%。
- **面临一定的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额合计23.39亿元，占同期所有者权益的比重为32.26%，担保对象中民营企业总担保金额占比为0.86%，且均未设置反担保措施。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	6/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是祁阳市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，祁阳市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与政府的联系非常紧密及对政府的重要性为非常重要。

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	AA+	2022-9-23	张涛、王寒	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2022-9-23	张涛、王寒	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2021-9-26	安晓敏、丁楠	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

本次跟踪债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	上次评级日期	债券到期日期
22 祁阳经投 01/22 祁投 01	4.00	4.00	2022-9-23	2029-12-09
22 祁阳经投 02/22 祁投 02	1.00	1.00	2022-9-23	2029-12-09
21 祁阳经投 01/21 祁投 01	5.00	5.00	2022-6-26	2028-11-16

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2021年11月发行7年期5亿元“21祁阳经投01/21祁投01”、于2022年12月分别发行了7年期4亿元“22祁阳经投01/22祁投01”和7年期1亿元“22祁阳经投02/22祁投02”，各期募集资金均计划用于湖南省永州市祁阳县祁阳经开区机电及信息产业园标准化厂房建设项目（一期）和补充营运资金。截至2023年3月末，募集资金专项账户余额合计为38.86万元。

三、发行主体概况

2022年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，祁阳市人民政府持有公司100.00%股权，仍然为公司唯一股东及实际控制人。

公司仍是祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施项目建设主体，主要从事包括道路、棚户区改造在内的基础设施工程及土地整理代建业务，并对创业园区进行投资及运营。2022年，公司新增一家子公司纳入合并范围；截至2022年末，公司纳入合并范围子公司共2家，具体如附录四所示。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南峰开发	100%	5,000.00	房地产开发经营；基础设施工程；土地收储整理；对外招商与合作服务；土地一级开发	无偿划拨

资料来源：公司2022年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对

于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县

偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

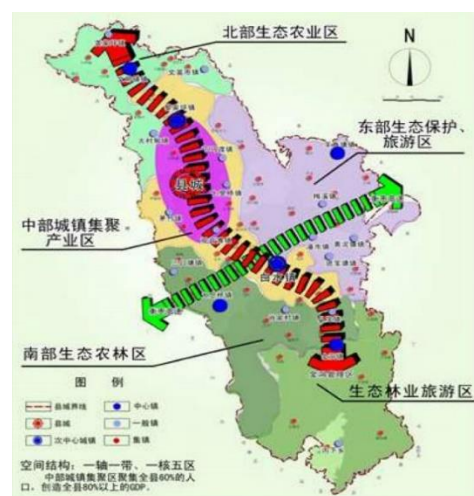
祁阳市于2021年撤县改市，境内矿产资源丰富，经济以第三产业为主，近年聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，经济保持持续增长；但综合财力较弱且有所下滑，债务风险上升

区位特征：祁阳市位于永州市东北部，境内交通便捷、矿产资源较为丰富。祁阳市位于湖南省西南部，永州市东北部，旧称祁阳县，2021年祁阳县撤销，设立县级祁阳市。境内交通便捷，湘桂铁路、衡昆高速公路、322国道、S320线贯穿全市，湘江穿过市中心，终年通航。祁阳市矿产资源较为丰富，现已探明的矿藏有煤、石灰石、铁、锰、锑、锌等20多种，被称为“有色金属之乡”；其中烟煤储量1亿吨；用材林6.4万公顷，林木蓄积量达300万立方米；油茶林40万亩；柑桔等水果28万亩。旅游资源方面，有浯溪碑林、文昌宝塔、潇湘楼、甘泉寺等著名景点。截至2022年末，全市常住人口80.45万人，较第六次人口普查85.32万净流出4.87万人。

图1 祁阳市区位图



图2 祁阳市域协同发展规划图



资料来源：祁阳市政府官网、高德地图，中证鹏元整理

经济发展水平：祁阳市经济总量在永州市11个区县中位列第二，仅次于冷水滩区，近年经济保持增长，但发展水平有待提升。近年来祁阳市经济实力保持增长，2022年地区GDP为401.44亿元，同比增速为4.80%，在永州市11个区县中排名第二；人均GDP为49,899.32元，是同期全国人均GDP的58.23%，经济发展水平一般。三次产业结构比由2020年的16.8：30.7：52.5调整为2022年的16.2：31.6：52.2，第三产业为当地支柱性产业；第二产业占比有所抬升，主要系建筑业增加值增长较快所致。

近年来祁阳市固定资产增速波动下滑，2022年增速仅为3.9%，其中，基础设施大幅下降35.6%；在房地产市场下行背景下，全市房地产开发投资保持正增长，同比增长10.8%。社会消费品零售总额受居民收入预取影响存在较大波动，2022年同比增长2.9%。

表2 2022年永州市部分各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（元）	一般公共预算收入
冷水滩区	414.47	5.10%	71,732.00	7.90
祁阳市	401.44	4.80%	49,899.32	19.82
宁远县	267.23	4.90%	40,860.86	23.47
零陵区	262.08	5.20%	46,385.00	13.27
道县	258.48	5.10%	44,124.27	14.74
东安县	225.98	5.90%	46,373.00	11.98
江华瑶族自治县	156.36	5.50%	34,817.00	11.55
蓝山县	147.27	5.00%	44,872.03	10.63

注：零陵区、东安县及江华瑶族自治县为当地2022年国民经济和社会发展统计公报公告数据；蓝山县、道县人均GDP根据2021年末常住人口计算；其他区县人均GDP根据2022年末常住人口计算。

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3 祁阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	401.44	4.8%	375.7	8.60%	346.35	4.00%
固定资产投资	-	3.9%	-	2.40%	-	8.70%
社会消费品零售总额	132.66	2.9%	128.98	15.80%	111.38	-2.30%
进出口总额（亿元）	51.0	-6.8%	54.72	38.00%	39.57	29.00%
人均GDP（元）	49,899.32		45,112		41,589	
人均GDP/全国人均GDP	58.23%		55.71%		57.41%	

注：2020年人均GDP以2020年第七次全国人口普查公报常住人口计算；2022年人均GDP根据2022年末常住人口计算。

资料来源：2020-2022年祁阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：祁阳市聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，先进装备制造及轻纺制鞋产值均破百亿。祁阳市聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局。先进装备制造业方面，形成了以科力尔、丰辉为龙头的电机制造产业集群，以烈岩科技、腾飞地质装备等为龙头的矿山机械制造集群，以德力重工、宇晖重工、龙昶机械为龙头的工程机械制造集群，以德明农牧、华维节水为龙头的农业机械制造集群等产业集

群，2022年预计产值达116亿元。轻纺制鞋方面，全市已发展轻纺制鞋规模以上企业达21家，2021年祁阳市轻纺制鞋产值突破115亿元，成为祁阳市第一个过百亿的产业集群；2022年1-6月份，产业营业收入达60亿元。食品医药方面，初步形成以斯依康生物为龙头的生物医药产业集群；油茶系当地特色产业，拥有“金浩”、“银光”、“唐家岭”、“顾君”、“太阳花”等一批茶油知名品牌。新能源新材料方面，以湘江稀土等为龙头的新材料新能源产业集群已初步建成。2022年全市新增规模以上工业企业16家，现共有144家规模以上工业企业。

财政及债务水平：祁阳市综合财力较弱有所下滑，财政自给率低，债务压力明显上升。近年祁阳市一般公共预算收入有所增加，但财政自给能力仍在30%以下，财政自给率较低。随着全国房地产市场景气度下行，祁阳市土地出让表现不佳，政府性基金收入持续大幅下滑。整体而言，祁阳市财政实力较弱且有所下滑。截至2022年，政府债务性余额为87.70亿元，同比增长13.25%，叠加政府性基金收入大幅下滑，祁阳市债务压力明显上升。

表4 祁阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	19.82	18.09	16.13
税收收入占比	79.26%	78.39%	78.98%
财政自给率	32.35%	29.89%	26.81%
政府性基金收入	4.94	11.10	23.22
地方政府性债务余额	87.70	77.44	64.37

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：祁阳市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，祁阳市主要平台为湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司，主要承建祁阳高新技术产业开发区内的道路、安置房等基础设施及土地整理开发项目。

表5 截至2022年末祁阳市主要发债平台（单位：亿元、%）

企业简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司	祁阳市人民政府	72.51	21.59%	3.24	17.82	祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设及土地整理开发主体

注：财务数据为2022年末/2022年度。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是祁阳市重要的基础设施建设主体，展业区域为祁阳高新技术产业开发区，定位明确；但公司业务结构单一，厂房租赁收入规模尚小；考虑到公司在手代建项目沉淀资金规模较小且暂无明确的拟建代建项目，未来可确认的代建收入规模较小，且自持经营资产设置免租期较长，近年来持续处于亏损状态，需关注公司后续经营情况

公司是祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设及土地整理开发主体，主要承建祁阳高新技术产业开发区内的道路、安置房等基础设施及土地整理开发项目。公司业务结构单一，工程项目建设是公司最主要的收入来源，受工程结算项目较少影响，2022年营业收入同比下滑20.67%。因主要收入来源工程项目建设收入采用固定成本加成方式确认，公司综合毛利率较为稳定。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
工程项目建设	32,317.94	14.17%	99.86%	40,737.13	14.17%	99.85%
厂房出租	44.30	-1,530.07%	0.14%	61.23	-1,079.29%	0.15%
合计	32,362.24	12.05%	100.00%	40,798.36	12.53%	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司为祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，但在手代建项目尚未结算的规模较小且暂无明确的拟建代建项目；且经营获现弱，需关注已完工项目后续结算及回款进度；因免租期较长，募投项目能否实现预计收益存在较大不确定性

公司就基础设施项目建设及土地整理开发业务与祁阳市人民政府签订开发合作协议书（为框架性协议），由公司进行投融资及施工建设，祁阳市人民政府支付项目所发生的实际投资成本及不低于投资总额20%的管理服务费，待项目完工后与祁阳市人民政府签订项目结算协议，评审核定成本并确认项目结算款。

从业务开展情况来看，受项目建设进度及政府结算进度影响，2022年工程项目建设收入同比下滑20.67%，均来自科创综合体项目（一期）；因工程项目建设收入采用固定成本加成方式确认，毛利率保持平稳。

表7 公司基础设施项目确认收入情况（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	本期确认收入
2022年	科创综合体项目（一期）	27,739.56	32,317.94
	新埠头水厂及配套管网工程一期	34,026.26	39,642.24
2021年	白竹路公租房绿化工程	91.09	106.12
	滨江路道路工程	848.69	988.77
	合计	34,966.04	40,737.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在代建项目计划总投资10.49亿元，累计已投资9.16亿元，至少尚需投资1.69亿元；考虑到2022年末公司存货中已按照委托代建模式结算的项目沉淀资金为6.40亿元，且暂无明确的拟建代建项目，未来可确认的代建收入规模较小，业务可持续性具有一定不确定性。项目均已纳入开发合作协议书框架内，业务收入具有一定可持续性；但需要关注的是，公司基础设施建设项目回款表现不佳，2022年收现比仅为0.18，需关注已完工项目后续结算及回款进度。

此外，祁阳经开区机电及信息产业园标准厂房建设项目（一期）为本次债券募投项目，项目规划总用地面积39.64万平方米，其中机电产业园用地面积33.14万平方米、信息产业园用地面积6.50万平方米，预计于2023年3月完工，未来实现收益的方式为厂房出售及出租等。根据可研报告，在本次债券存续期内，预计该项目可实现收入20.25亿元，其中，厂房出租收入9.45亿元、厂房出售收入10.80亿元。截至2022年末，该募投项目投资进度达80.74%，已完工部分已陆续招商并投入运营，因厂房销售不佳，公司完工厂房以出租为主，截至2022年末，出租率为80%以上，但均设置3-5年左右的免租期，2022年公司实现厂房租赁收入44.30万元，项目收益远远未达预期。

表8 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资	尚需投资	收益方式
科创综合体建设工程	69,900.00	73,522.86	-	委托代建
新埠头水厂及配套管网工程二期	6,000.00	3,011.61	2,988.39	委托代建
白水工业园污水处理厂	5,000.00	568.95	4,431.05	委托代建
真卿路安置房建设工程	3,900.00	3,854.86	45.14	委托代建
渡香路建设工程	3,500.00	3,409.97	90.03	委托代建
浯溪南路延伸段建设工程	3,423.00	118.74	3,304.26	委托代建
白竹路建设工程	2,800.00	2,500.77	299.23	委托代建
滨江路安置小区配套基础设施建设	2,508.00	1,393.70	1,114.30	委托代建
元结路安置小区配套基础设施建设	2,004.00	12.32	1,991.68	委托代建
枫树路安置小区配套基础设施建设	1,703.00	12.32	1,690.68	委托代建
综合市场建设	1,200.00	1,553.27	-353.27	委托代建
长流 1、2 路安置区场地安置区场地平整及道路给排水工程	933.05	496.29	436.76	委托代建
灌山路建设工程	800.00	203.58	596.42	委托代建
新埠路建设工程	650.00	528.38	121.62	委托代建
浯溪南路建设工程	550.00	391.61	158.39	委托代建
小计	104,871.05	91,579.23	16,914.68	-
祁阳经开区机电及信息产业园标准厂房建设项目（一期）*	130,540.55	105,401.04	25,139.51	项目运营
小计	130,540.55	105,401.04	25,139.51	-
合计	235,411.60	196,980.27	42,054.19	-

注：标“*”项目同时为“21 祁阳经投 01”、“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”和“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”募投项目。

资料来源：公司提供

物业租赁收入规模不大，目前仍然亏损严重，未来收益情况依赖创业园招商引资情况

2022年公司实现租金收入44.30万元，同比下滑27.65%，主要来自于公司创业园厂房的出租收入；但由于目前出租单价较低、入住率不足且公司给予部分企业3-5年免租期，加之较高的固定成本，公司租赁业务仍然亏损严重，未来物业出租业务收益情况对创业园招商引资情况较为依赖。

公司作为祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，持续获得的政府支持提升了公司的

资本实力和利润水平

作为祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，2022年公司获得的外部支持力度较大。资产注入方面，2022年南峰开发股权无偿划转至公司，增加公司资本公积0.34万元；财政补贴方面，2022年获得当地政府财政补贴0.68亿元，占当年利润总额的67.13%。

表9 公司获得的外部支持变动情况（单位：万元）

1、资产注入				
时间	计入科目	资产类别	金额	依据文件
2022年	资本公积	无偿划拨股权	0.34	祁阳南峰开发建设有限公司股东决定、祁阳南峰开发建设有限公司股权转让协议
合计	-	-	0.34	-
2、财政补贴				
时间	补贴金额	依据文件		
2022年	6,800.00	《祁阳市人民政府关于给予湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司2022年财政补贴的决定》（祁政发【2022】179号）		
合计	6,800.00	-		

资料来源：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2021年审计报告、经亚太（集团）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2022年审计报告，报告采用新会计准则编制。2022年公司新增一家纳入合并范围的子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围的公司共2家，具体如附录四所示。

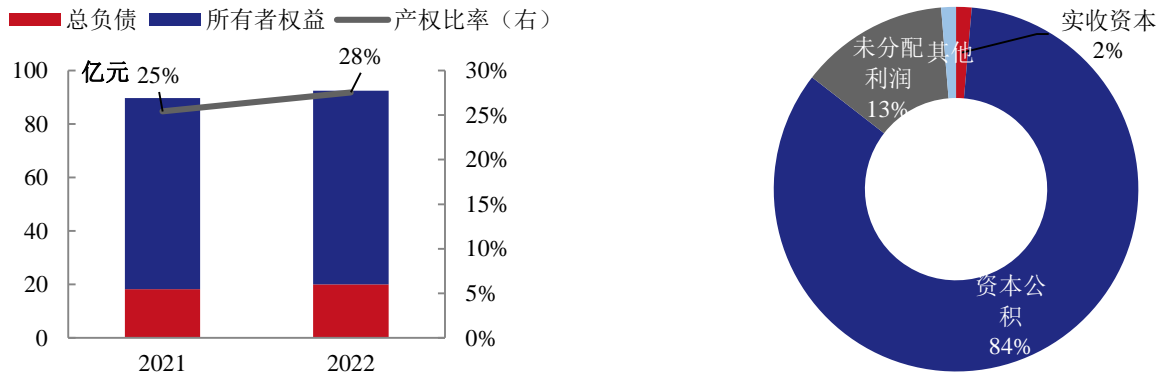
资本实力与资产质量

2022年资产规模保持增长趋势，财务杠杆水平较低；但公司资产主要由存量土地及尚未结算的项目成本形成的存货、应收账款构成，资产流动性一般且收益性较弱

得益于未分配利润的积累，2022年公司所有者权益同比增加1.42%。随着公司项目持续推进，叠加加大对外融资力度，推动债务规模增长，财务杠杆整体呈上升至27.54%，但得益于资本实力的夯实，财务杠杆整体处于合理水平。

图3 公司资本结构

图4 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司业务结构单一，基础设施代建收入占比达95%以上，故资产主要由前述业务形成的存货、应收账款构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，近年来其占总资产的比重维持在95%以上。公司存货主要由开发成本和存量土地组成，随着代建项目持续推进，2022年末存货账面价值同比增长8.17%；截至2022年末，公司存货账面价值73.64亿元，其中，开发成本16.94亿元，主要系公司前期垫付的项目建设款项规模较大及历史累积的大量尚未结算的项目成本，该部分项目收入的实现依赖于建设进度和委托方结算安排，削弱了公司资产流动性及资产可变现能力；存量土地主要由公司历年来通过政府划拨以及招拍挂方式取得的土地使用权构成，账面价值56.70亿元，共30宗土地资产，总面积355.75万平方米，多位于祁阳县观音滩镇白竹村或祁阳经济开发区等，用途多为住宅、住宅及商服用地，主要为出让用地，均已办妥权证，账面价值6.57亿元的土地使用权因借款抵押受限。应收账款主要由代建项目结算形成，均为应收祁阳市财政局工程款。同时，公司保有的货币资金体量较小。2022年公司基础设施建设项目支出仍维持一定强度，但政府回款节奏较慢，综合影响下，公司应收账款同比增长24.82%，货币资金大幅下滑94.86%。公司投资性房地产为创业园及电子信息产业园房产及土地，采用成本模式对投资性房地产进行后续计量；随着折旧计提，2022年账面价值略有下滑，因免租期较长，资产收益性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.11	0.12%	2.22	2.47%
应收账款	13.90	15.03%	11.14	12.42%
存货	73.64	79.63%	68.08	75.92%
流动资产合计	89.18	96.43%	86.26	96.20%
投资性房地产	2.34	2.53%	2.41	2.69%
非流动资产合计	3.31	3.57%	3.41	3.80%
资产总计	92.48	100.00%	89.67	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司受限资产账面价值6.76亿元，其中，以存货中的存量土地为主，公司已抵押土地5宗，受限账面价值占存货-存量土地的比重为11.59%，剩余土地多未缴纳土地出让金，为公司抵质押

融资提供的弹性有限。

表11 2022年末公司资产受限情况（单位：万元）

项目	受限账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因
货币资金	84.48	7.41%	0.01%	保证金
存货-存量土地	65,704.63	11.59%	7.10%	借款抵押
投资性房地产	1,803.06	7.70%	0.19%	借款抵押
总计	67,592.17	-	7.31%	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司主业盈利能力一般，政府补贴对利润总额形成有力支撑

公司主营业务收入来源较为单一，工程项目建设业务是公司最主要的业务收入来源；受2022年工程结算项目较少影响，公司营业收入同比下滑20.68%。考虑到公司存货中沉淀的代建及土地整理业务项目资金较少，且暂无明确的拟建代建项目，未来可确认的代建收入规模较小，业务可持续性弱。

从利润构成来看，公司主业盈利能力一般，政府补贴对利润总额形成有力支撑，2022年公司取得祁阳市人民政府补助0.68亿元，占同期利润总额的比重为67.13%。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	3.24	4.08
营业利润	1.01	0.97
其他收益	0.68	0.59
利润总额	1.01	0.97
销售毛利率	12.05%	12.53%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

项目建设持续投入和债务滚续需求推升公司债务规模，直接融资占比较高；但因经营垫付资金规模较大且回款节奏较慢，经营活动净现金流持续净流出，项目推进依赖于外部融资；2022年资金缺口扩大导致现金短期债务比大幅下降，短期偿债压力较大，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资政策变化对公司的影响

随着项目建设持续投入和债务滚续需求，2022年末公司总负债规模上升至19.97亿元。公司负债主要由刚性债务以及与当地国企的往来款构成；其中刚性债务规模较大，近年来占总负债的比例维持在70%以上。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	0.15	0.75%	0.00	0.00%
其他应付款	1.46	7.29%	4.83	26.60%
一年内到期的非流动负债	1.32	6.62%	0.43	2.38%
流动负债合计	3.62	18.11%	5.88	32.37%
长期借款	6.92	34.66%	7.61	41.86%
应付债券	9.43	47.22%	4.68	25.77%
非流动负债合计	16.35	81.89%	12.29	67.63%
负债合计	19.97	100.00%	18.17	100.00%
总债务	17.82	89.25%	12.72	70.01%
其中：短期债务	1.47	7.36%	0.43	2.38%
长期债务	16.35	81.89%	12.29	67.63%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司加大直接融资力度，推动总债务规模快速增长，截至2022年末，公司总债务增长至17.82亿元。从融资渠道来看，公司债务主要由银行借款及债券融资构成，截至2022年末，公司银行借款和应付债券占总债务的比重分别为46.75%和53.25%。银行借款多有担保及抵质押措施，授信方主要有中国农业发展银行等政策性银行，及湖南银行、祁阳农商银行等地方性银行。公司分别于2021年、2022年发行的三期一般企业债，2022年应付债券账面价值同比大幅增长，债券融资占总债务的比重达53.25%；发行主体均为公司本部，均设置债券提前偿付条款，最近行权日集中于2024年、2025年。从债务期限结构来看，公司债务以中长期为主，2022年末短期债务占比为8.25%。从到期债务分布来看，未来三年到期债务逐年增长，且2024-2025年到期债务以信用债为主，需关注公司后续偿债安排及资金筹备情况。

与区域间其他国企的往来所形成的应付类款项亦构成公司负债的一部分，受公司经营获现情况不佳影响，该类款项仍有一定体量且波动较大。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	占比	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后
银行借款	短期借款：7.92% 长期借款：3.19%-7.50%	8.33	46.75%	1.41	0.82	0.40	0.45	5.25
债券融资	6.00%-6.90%	9.49	53.25%	0.06	0.99	1.81	1.87	4.76
合计	-	17.82	100.00%	1.47	1.81	2.21	2.32	10.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 截至 2023 年 5 月末公司存续债券明细（单位：亿元）

存续债券	发行规模	债券余额	票面利率	起息日	剩余期限	特殊条款	最近行权日
21 祁阳经投 01	1.00	1.00	6.60%	2021-11-11	5.4904	债券提前偿还	2025-12-9
22 祁阳经投 01	4.00	4.00	6.00%	2022-12-07	6.5534	债券提前偿还	2025-12-9
22 祁阳经投 02	5.00	5.00	6.90%	2022-12-07	6.5534	债券提前偿还	2024-11-16
合计	10.00	10.00	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流方面，公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。受经营垫付资金规模较大及政府

回款节奏较慢影响，公司经营活动净现金流持续为负，2022年净流出6.34亿元；加之偿还债务支付的现金有所增加，故公司通过发行债券维持一定的外部融资强度，筹资活动现金流净流入4.24亿元。但外部债务融资筹集的资金尚无法弥补公司资金缺口，2022年现金及现金等价物净增加额为-2.10亿元。考虑到目前公司在建项目较多，且项目建设和回收周期较长，仍需新增大量长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续增加，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资政策变化对公司的影响。

从偿债指标来看，随着融资规模的扩大，2022年末公司资产负债率小幅上升至21.59%。随着资金缺口扩大导致货币资金大幅下滑，2022年公司现金短期债务比大幅下降至0.08，短期偿债压力较大。公司利润总额及EBITDA主要来源于祁阳市人民政府的财政补贴，受债务规模增加推升利息支出影响，2022年EBITDA利息保障倍数下降至1.31。

表16 公司现金流及偿债能力指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金	0.57	0.01
经营活动产生的现金流量净额	-6.34	-4.10
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	4.24	6.06
现金及现金等价物净增加额	-2.10	1.95
资产负债率	21.59%	20.26%
现金短期债务比	0.08	5.13
EBITDA 利息保障倍数	1.31	2.03

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平暂无影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司（ESG）重大负面因素的说明》，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司（ESG）重大负面因素的说明》，公司不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司可对下属子公司形成实际管控，且近年来未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。2022年6月，公司法人代表由张国军变更为廖中，高级管理人员及监事由周亚茹、谭皓文、文俭佗、韩通、杨伏波、蒋爱民、唐小寅、张国军变更为唐超、钟志伟、文俭佗、张国诚、杨海军、李飞跃、王轶、廖中。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月28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2022年末，公司对外担保余额合计23.39亿元，占同期所有者权益的比重为32.26%，担保对象中民营企业总担保金额占比为0.86%，主要为祁阳市高新技术产业园入驻企业，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	单位性质	担保金额	担保形式
祁阳宏城建设投资有限公司	国有企业	90,085.00	保证担保
祁阳裕城开发建设有限公司	国有企业	51,816.78	保证担保
祁阳市裕顺农业发展有限公司	国有企业	50,000.00	保证担保
湖南浯溪发展集团有限公司	国有企业	29,000.00	保证担保
祁阳县开元城建投资开发有限公司	国有企业	5,989.00	保证担保
祁阳县方源水务投资有限公司	国有企业	5,000.00	保证担保
湖南海猫智能科技有限公司	民营企业	425.88	保证担保
祁阳碧锦塑胶有限公司	民营企业	350.67	保证担保
祁阳祥和服装有限公司	民营企业	243.50	保证担保
祁阳中政集源食品科技有限公司	民营企业	236.23	保证担保
标准厂房客户按揭	民营企业	212.39	保证担保
祁阳县荣信机械科技有限公司	民营企业	165.48	保证担保
永州市再现辉煌新型材料有限公司	民营企业	160.20	保证担保
祁阳君乐食品有限公司	民营企业	121.50	保证担保
永州湘祁水泥制品有限公司	民营企业	92.49	保证担保
合计	-	233,899.12	-

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是祁阳市政府下属重要企业，祁阳市政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，祁阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与祁阳市政府的联系非常紧密。首先祁阳市政府持有公司100.00%的股权，对公司经营战略及业务运营有着强大的影响力。其次公司代建及土地整理业务均来自祁阳市政府，超过80%的收入及利润来自祁阳市政府。再次祁阳市政府近年对公司支持力度较大，2022年南峰开发股权无偿划转至公司，增加公司资本公积0.34万元；财政补贴方面，2022年获得当地政府财政补贴0.68亿元，占当年利润总额

的67.13%。

(2) 公司对祁阳市政府非常重要。近年公司 80%以上收入来自代建业务，在基建和园区开发上对当地贡献很大，若公司违约会对当地金融生态环境和融资成本产生负面影响。

九、债券偿还保障分析

湖南融担集团为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”、“22 祁阳经投 01/ 22 祁投 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升债券的安全性

湖南融担集团为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖南融担集团保证的范围包括“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。湖南融担集团承担保证责任的期间为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”存续期限及到期之日起两年，“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”持有人在此期间内未要求湖南融担集团承担保证责任的，湖南融担集团免除保证责任。如公司不能兑付“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”的本金和利息，湖南融担集团应将兑付资金划入“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”登记结算机构或主承销人指定的账户。此外，“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过湖南融担集团书面同意，未经湖南融担集团书面同意而加重湖南融担集团担保责任的，湖南融担集团就加重部分不再承担担保责任。

湖南融担集团前身为湖南融担集团有限责任公司，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（以下简称“湖南省国资委”）整合湖南省属相关国有担保资源组建了湖南融担集团，注册资本 40 亿元。2018 年，湖南融担集团名称更改为现名。2019 年 6 月，湖南融担集团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，湖南融担集团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融担集团 66.67%和 33.33%的股权。2019 年 12 月，财信金控将其持有的湖南融担集团 33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至 2022 年末，湖南融担集团注册资本为 60 亿元，实收资本为 57.79 亿元，唯一股东为湖南省财政厅。

湖南融担集团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“湖南省中小担保”）、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。

随着担保业务规模的扩大，湖南融担集团担保费收入规模保持增长，2020-2022 年担保业务收入复合增长率为 35.25%，2022 年实现担保业务收入 5.58 亿元。湖南融担集团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，2022 年实现利息收入和投资收益合计 1.44 亿元。

表18 湖南融担集团收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	5.58	74.82%	4.84	79.47%	3.05	73.14%
提取未到期责任准备金	-0.55	-7.41%	-1.13	-18.56%	-0.64	-15.35%
已赚担保费	5.03	67.41%	3.70	60.76%	2.41	57.79%
利息收入	0.46	6.17%	0.42	6.90%	0.57	13.67%
投资收益	0.98	13.16%	1.15	18.88%	0.81	19.42%
其他收入	0.99	13.26%	0.82	13.46%	0.39	9.11%
营业收入合计	7.46	100.00%	6.09	100.00%	4.18	100.00%

注：湖南融担集团其他收入包括政府补助、租金收入、资产处置收益等。

资料来源：湖南融担集团 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

湖南融担集团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，客户主体评级主要为 AA 级，2020-2022 年末直接融资担保余额复合增长率为 45.46%，截至 2022 年末，直接融资担保余额为 377.51 亿元。

湖南融担集团间接融资担保业务主要包括贷款担保和置业担保，2020-2022 年末间接融资担保余额复合增长率为 20.98%，2022 年末间接融资担保余额为 461.49 亿元。湖南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 月被纳入湖南省政府性融资担保机构名单。湖南省中小担保根据各级园区、优势产业链企业、小微企业的融资需求，开发推出了“湘汇担”、“银担普惠信用贷”等批量化线上贷款担保产品。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 年纳入湖南融担集团合并范围，主要提供住房公积金贷款担保业务。

2020 年以前，湖南融担集团再担保业务全部由湖南融担集团本部经营；2020 年 1 月，湖南融担集团新设子公司湖南再担保，再担保业务全部转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，其中银担“总对总”批量业务于 2021 年初在湖南省启动，已实现该项业务在湖南省全部 14 个市州的覆盖。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、市州及县级人民政府按照 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%。湖南融担集团再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2022 年末再担保余额为 562.34 亿元，近三年

复合增长率为 63.61%。

表19 湖南融担集团担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	843.68	651.72	487.41
当期解除担保额	483.79	306.58	153.61
期末担保余额	1,409.80	1,049.91	704.76
其中：融资担保余额	1,401.34	1,047.27	703.84
间接融资担保余额	461.49	380.22	315.32
直接融资担保余额	377.51	341.53	178.43
再担保余额	562.34	325.52	210.09
非融资担保余额	8.46	2.64	0.92
融资担保责任余额*	464.46	386.70	218.87
融资担保责任余额放大倍数*	7.77	6.98	3.95

*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团发生代偿的项目主要来自湖南省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，2022年湖南融担集团当期担保代偿率为 0.85%，同比下降 0.31 个百分点。截至 2022 年末，湖南融担集团应收代偿款余额为 9.39 亿元。湖南融担集团积极推进历史风险项目诉讼进程，2022 年末累计代偿回收率为 46.50%，考虑到法律诉讼程序通常较长，现阶段代偿回收进度整体较为缓慢，未来湖南融担集团代偿回收效率仍需持续提升。

2022 年末湖南融担集团资产总额为 92.31 亿元，主要由货币资金、应收代偿款和金融投资构成。截至 2022 年末，湖南融担集团货币资金为 39.36 亿元，其中银行存款 34.01 亿元，受限货币资金账面价值 5.28 亿元，均为备付金。湖南融担集团投资资产主要包括理财产品和股权投资资产，截至 2022 年末投资资产规模 36.53 亿元，其中交易性金融资产为 12.82 亿元，主要为持有的理财产品；同期末湖南融担集团其他权益工具投资 23.64 亿元，主要包括对财信金控的 20 亿元投资，根据双方签订的《权益投资合同》，该笔投资年化收益率为 3.92%，且自投资生效日满 7 年后及此后的任一投资周期末，财信金控有权赎回投资权益，该笔投资约定期限为 2019 年 12 月至 2026 年 12 月，期限较长，可获得稳定的投资收益。

2022 年末湖南融担集团负债总额为 29.25 亿元，主要包括准备金负债和其他应付款。随着担保业务规模的增加，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金逐年增加，2022 年末分别为 2.81 亿元、9.09 亿元。截至 2022 年末，湖南融担集团所有者权益合计 63.07 亿元，其中实收资本为 57.79 亿元，资本实力强；同期末，湖南融担集团融资担保责任余额放大倍数（不含再担保业务）为 7.77 倍，放大倍数适中。

受益于担保业务规模增长，2019-2021 年湖南融担集团营业收入复合增长率为 33.56%。2022 年湖南融担集团实现营业收入 7.46 亿元，实现净利润 0.70 亿元，但 2022 年净资产收益率为 1.14%，仍处于偏

低水平。

表20 湖南融担集团主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	92.31	85.20	76.24
货币资金	39.36	37.25	29.49
应收代偿款净额	9.39	11.95	12.78
所有者权益合计	63.07	59.51	57.73
营业收入	7.46	6.09	4.18
净利润	0.70	0.60	0.41
净资产收益率	1.14%	1.01%	0.71%
累计担保代偿率*	2.63%	3.02%	3.36%
累计代偿回收率*	46.50%	40.55%	36.69%
拨备覆盖率	140.21%	90.37%	60.80%

注：*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团 2020-2022 年审计报告及湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团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，可为湖南融担集团在资金及业务拓展方面提供较大的支持。

综上，湖南融担集团由湖南省财政厅全资持股，其子公司承担政策性担保业务，在资金注入、业务拓展及风险分担等方面得到当地政府大力支持；业务发展态势良好，担保业务规模快速增长；资本实力强，I 级资产占比高，资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到在宏观经济增长承压、城投类企业融资政策收紧等因素的影响下，湖南融担集团主要客户群体城投类企业、中小微企业均面临较大的经营压力，对其风险管理能力提出了更高要求；盈利能力偏弱；应收代偿款规模较大，代偿回收率较低等风险因素。

经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”由湖南融担集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”的信用水平。

常德财鑫担保为“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”的安全性

常德财鑫担保为“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。常德财鑫担保保证的范围包括“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。常德财鑫担保承担保证责任的期间为“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”存续期限及届满之日起三年，“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”持有人在此期间内未要求常德财鑫担保承担保证责任的，常德财鑫担保免除保证责任。如公司不能兑付“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”的本金和利息，常德财鑫担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入登记结算机构或主承销人指定的账户。此外，“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”利

率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过常德财鑫担保书面同意，未经常德财鑫担保书面同意而加重常德财鑫担保担保责任的，常德财鑫担保就加重部分不再承担担保责任。

常德财鑫担保前身为常德财鑫投资担保有限责任公司，由常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）于2008年3月出资设立，初始注册资本为2.10亿元，实收资本为0.80亿元。2008-2013年，常德市国资委通过资产划拨、资金注入等方式持续对常德财鑫担保增资。截至2013年末，常德财鑫担保实收资本为10.00亿元。2016年，常德市国资委将常德财鑫担保股权转让至湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫投控”），常德财鑫担保成为财鑫投控的全资子公司。2017年和2021年，财鑫投控分别向常德财鑫担保增资35.00亿元和25.00亿元。截至2022年末，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为70.00亿元，实际控制人为常德市政府。

表21 截至 2022 年末纳入常德财鑫担保合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	投资额	股权比例	简称
常德财科融资担保有限公司	10.00	9.78	97.80%	财科担保
常德市善德融资担保有限公司	2.00	2.00	100.00%	善德担保
常德市圣禹基业融资担保有限公司	1.00	0.85	85.00%	圣禹担保

资料来源：常德财鑫担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保及子公司主要经营融资担保业务，现阶段常德财鑫担保本部主要为湖南省城投企业提供债券担保以及为常德市国有企业提供大额贷款担保，子公司财科担保主营政策性担保业务和中小额贷款担保业务。近年来常德财鑫担保的业务规模快速增长，2020-2022 年末担保余额年复合增长率为 56.24%，截至 2022 年末担保余额为 328.22 亿元。

表22 常德财鑫担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	184.44	186.80	102.22
其中：直接融资担保发生额	79.33	66.80	35.41
间接融资担保发生额	103.90	100.64	59.73
非融资担保发生额	1.21	6.14	7.08
当期解除担保额	92.19	99.30	63.08
期末担保余额	328.22	235.96	134.45
其中：直接融资担保余额	128.17	118.36	53.06
间接融资担保余额	196.09	110.77	73.51
非融资担保余额	3.96	6.83	7.88
融资担保责任余额	287.94	211.30	115.90
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.35	2.80	2.33

资料来源：常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

常德财鑫担保自 2018 年起在湖南省内开展债券担保业务，通过银行或同业推荐、自主拓展等方式获取客源，重点拓展湖南省政府融资平台发行债券的担保业务。随着市场需求的增加，直接融资担保业

务规模快速增长，截至 2022 年末相关业务余额为 128.17 亿元，担保的债券以地方企业债为主，另有部分非公开发行公司债券、中期票据以及少量 PPN，反担保措施主要采取第三方连带责任保证方式。

常德财鑫担保的间接融资担保业务分为政策性担保业务和市场化担保业务。对于因单笔金额或所属行业不符合政策性担保业务准入条件的客户，如建筑公司和城投企业，常德财鑫担保将其纳入市场化担保业务。对于政策性担保业务，客户群体为小微企业、“三农”和创业创新、以及符合条件的战略性新兴产业项目，单户金额不超过 1,000 万元，并引入政银担风险分担机制。该机制是由湖南省省级及以上财政和再担保机构、专业融资担保机构、银行、市州和县市人民政府分别按照 40%（其中：国家融资担保基金承担 20%、省财政承担 10%、再担保机构承担 10%）、30%、20%、10%的比例进行风险分担。近年来常德财鑫担保的间接融资担保余额快速增长，截至 2022 年末为 196.09 亿元。

截至 2022 年末，常德财鑫担保的资产总额为 90.01 亿元，主要由货币资金、存出保证金、其他应收款、债权投资和应收代偿款组成。截至 2022 年末，常德财鑫担保的货币资金为 36.55 亿元，其中 16.73 亿元因存单质押而受限；其他应收款余额为 18.13 亿元，主要是与财鑫投控子公司之间的往来款；债权投资余额为 13.53 亿元，投资标的主要是常德市及下属区县平台发行的债券；同期末存出保证金和应收代偿款账面价值分别为 12.42 亿元和 3.39 亿元。

截至 2022 年末，常德财鑫担保的负债总额为 15.31 亿元，其中担保业务风险准备金、其他应付款和存入保证金分别为 8.71 亿元、3.36 亿元和 1.76 亿元。其他应付款主要是应付关联方往来款以及常德市下属区县财政局的托管资金。

常德财鑫担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及贷款利息收入，受益于担保业务规模的快速增长，2020-2022 年末营业收入年复合增长率为 46.11%，2022 年营业收入为 5.36 亿元；同期受计提担保业务风险准备金大幅增长的影响，当期净资产收益率为 1.44%，同比有所下降。

表23 常德财鑫担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	90.01	90.26	60.36
其中：货币资金	36.55	28.19	5.53
应收代偿款净额	3.39	2.80	2.51
所有者权益合计	74.70	75.45	49.75
营业收入	6.17	4.58	2.89
其中：担保费收入	5.36	4.13	2.49
净利润	1.08	1.03	0.86
净资产收益率	1.44%	1.65%	1.74%
累计担保代偿率	1.87%	1.84%	1.71%
累计代偿回收率	84.46%	83.26%	87.40%
拨备覆盖率	274.94%	199.64%	128.69%

资料来源：常德财鑫担保 2020-2022 年审计报告及常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

常德财鑫担保的代偿均来自于间接融资担保业务。因中小企业经营风险持续暴露，2022 年常德财鑫

担保当期担保代偿额增长至1.54亿元。截至2022年末，常德财鑫担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.87%和84.46%。

常德财鑫担保的控股股东为财鑫投控，实际控制人为常德市人民政府。作为常德市最大的融资担保机构，常德财鑫担保本部主营债券担保业务，子公司财科担保主营政策性担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设等方面具有较高重要性，可在资本注入和业务开展方面获得常德市人民政府的大力支持。

经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，“22祁阳经投02/22祁投02”由常德财鑫担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“22祁阳经投02/22祁投02”的信用水平。

十、结论

祁阳位于永州市城区东部，2021年撤县改市，近年来祁阳市经济实力保持增长，在永州市下属区县中排名前列。作为服务于祁阳高新技术产业开发区发展的开发主体，公司业务量较为充足，在建项目及尚待结算项目较多，可为未来收入提供一定保障，且获得的外部支持力度较大，持续获得的财政补贴有力提升了公司的资本实力利润水平。但公司经营垫付资金规模较大且回款不佳，资金缺口扩大导致现金短期债务比大幅下降，现金类资产难以对即期债务偿付形成有效保障；考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。此外，公司资产主要由存量土地及代建业务发展形成的开发成本、应收账款构成，资产流动性较弱，对外担保中尚有一定对民营企业的担保体量，或面临一定的或有负债风险。

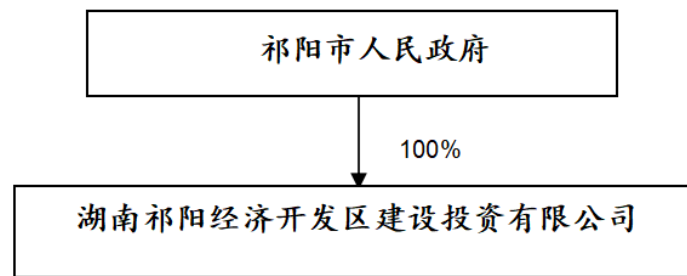
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21祁阳经投01/21祁投01”及“22祁阳经投01/22祁投01”的信用等级为AAA，维持“22祁阳经投02/22祁投02”的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	0.11	2.22	0.26
应收账款	13.90	11.14	6.94
存货	73.64	68.08	68.96
流动资产合计	89.18	86.26	76.36
固定资产	0.21	0.22	0.22
在建工程	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3.31	3.41	3.51
资产总计	92.48	89.67	79.86
短期借款	0.15	0.00	0.00
应付账款	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	1.32	0.43	0.20
流动负债合计	3.62	5.88	3.48
长期借款	6.92	7.61	5.85
应付债券	9.43	4.68	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	16.35	12.29	5.85
负债合计	19.97	18.17	9.33
其中：短期债务	1.47	0.43	0.20
总债务	17.82	12.72	6.05
所有者权益	72.51	71.50	70.54
营业收入	3.24	4.08	3.57
营业利润	1.01	0.97	1.58
其他收益	0.68	0.59	1.20
利润总额	1.01	0.97	1.58
经营活动产生的现金流量净额	-6.34	-4.10	-1.81
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.01	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	4.24	6.06	1.62
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	12.05%	12.53%	12.22%
资产负债率	21.59%	20.26%	11.68%
短期债务/总债务	8.25%	3.39%	3.31%
现金短期债务比	0.08	5.13	1.31
EBITDA（亿元）	1.13	1.00	1.68
EBITDA 利息保障倍数	1.31	2.03	5.10

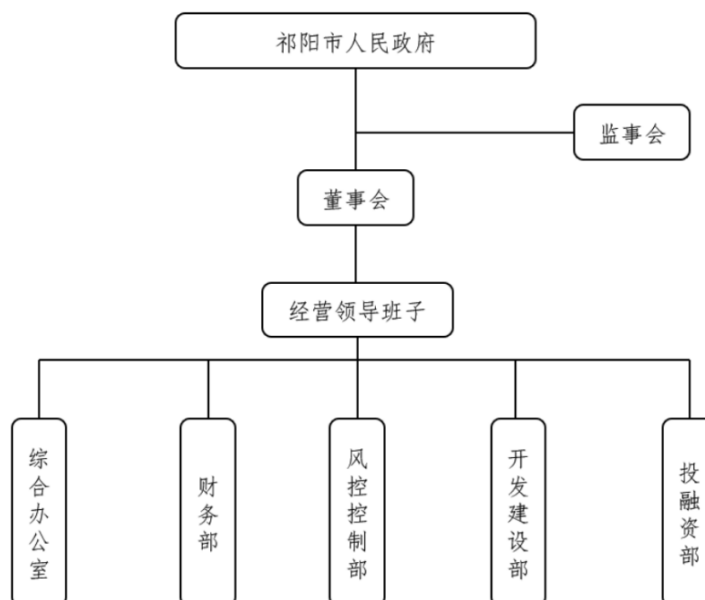
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告以及 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	取得方式
祁阳红铸产业融合发展投资合伙企业 （有限合伙）	0.40	100%	设立
祁阳南峰开发建设有限公司	0.50	100%	无偿划拨

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开查询，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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。