



2017年湘乡市城市建设投资开发有限公司 城市地下综合管廊专项债券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：

2017年湘乡市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊专项债券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
17湘乡管廊专项债/PR湘管廊	AA	AA

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人: 陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员: 王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湘乡市城市建设投资开发有限公司（以下简称“湘乡城投”或“公司”）作为湘乡市重要的基础设施建设主体，公司基础设施建设项目充足，业务可持续性较好；同时，国有土地使用权抵押担保有助于提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，经营获现不佳及到期债务较多导致短期债务压力仍较大，现金短期债务比低，子公司划出导致资产总额下滑幅度较大，资产流动性及收益性弱，面临一定的或有负债风险；此外，公司2022年抵押土地未按约定进行跟踪评估等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	191.88	211.28	206.70
所有者权益	114.25	140.07	135.79
总债务	37.77	46.29	44.81
资产负债率	40.46%	33.70%	34.30%
现金短期债务比	0.63	0.45	0.66
营业收入	10.77	12.15	11.09
其他收益	2.77	3.02	2.91
利润总额	1.58	2.71	3.47
销售毛利率	8.97%	9.06%	9.06%
EBITDA	2.22	3.58	4.15
EBITDA 利息保障倍数	1.07	1.33	1.52
经营活动现金流净额	1.75	4.49	0.95

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 作为湘乡市重要的基础设施建设主体，公司基础设施建设项目充足，业务可持续性较好。公司主要承担湘乡市的基础设施建设和土地开发整理业务，截至 2022 年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资规模较大；且存货-开发成本中尚大量未结算的基础设施建设项目成本和土地整理业务成本。目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源。
- 国有土地使用权抵押担保有助于提升本期债券的信用水平。公司以评估价值为 18.12 亿元（评估基准日为 2017 年 6 月 27 日）的 15 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，抵押比率为 4.21（抵押资产评估价值/本期债券未偿还本金及一年利息），仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- 经营获现不佳及到期债务较多导致短期债务压力仍较大，货币资金对短期债务覆盖低。公司基础设施建设项目回款节奏较慢，2022 年收现比为 0.41；同期公司融资表现不佳，叠加到期债务较多，筹资活动现金流净流出 0.47 亿元。考虑到 2023 年公司面临一定的集中偿付压力，且到期债务以信用债为主，存量债务本息接续压力较大，2022 年现金短期债务比为 0.63。
- 子公司划出导致资产总额下滑幅度较大，资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的应收账款构成，流动性及收益性弱。随着湘乡市平台整合推进，公司子公司无偿划出，2022 年末公司资本公积减少 18.65 亿元，占净资产 16.32%，划出资产以存货中土地为主。公司资产主要由存量土地、代建业务发展形成的应收账款构成，2022 年末前述资产占公司资产的 80.95%，即时变现能力较弱。
- 公司仍存在一定的或有负债风险。截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 13.30 亿元，为同期公司净资产的 11.47%，被担保人全部为地方国有企业，区域集中度较高，存在一定的代偿风险。
- 2022 年抵押土地未按约定进行跟踪评估。根据《2016 年湘乡市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊专项债券抵押资产监管协议》，本期债券存续期间，公司根据业务需要，可聘请具备证券从业资格或土地 A 级资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具年度资产评估报告。截至 2022 年末，公司未就抵押资产价值进行跟踪评估。

同业比较（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
湘乡市东山投资建设开发有限公司	湘乡市财政局	215.84	24.47	14.49	62.72	湘乡市东山新城重要的城市基础设施开发主体之一
湘乡市城市建设投资开发有限公司	湘乡城乡建设发展集团有限公司	114.25	40.46	10.77	37.77	湘乡市重要的基础设施开发建设主体
湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司	湘乡市财政局	102.33	24.78	4.73	26.88	湘乡经开区内城市基础设施建设及土地开发整理主体

注：财务数据为 2022 年末/2022 年度。

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

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	5/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	5/7
	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					3
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

- 公司是湘乡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，湘乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与政府的联系非常紧密且公司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/17湘乡管廊专项债/PR 湘管廊	2022-7-28	蒋申、刘诗华	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/17湘乡管廊专项债/PR 湘管廊	2017-07-26	张涛、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_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
17 湘乡管廊专项债/PR 湘管廊	10.00	4.00	2022-7-28	2024-10-27

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2017年10月发行7年期10.00亿元城市地下综合管廊专项债券，募集资金中7.00亿元用于湘乡市东山新城地下综合管廊项目，3.00亿元用于补充营运资金。截至2022年12月末，本期债券募集资金专项账户余额为0.75万元。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称、注册资本、实收资本均未发生变动。截至2022年末，公司注册资本仍为9,000.00万元，实收资本仍为8,000.00万元。经公司股东会决议，湘乡市财政局将其持有的公司95.1744%股权作价8,565.69万元全部转让给湘乡城乡建设发展集团有限公司¹（以下简称“湘乡城乡”），并于2023年2月22日办理工商变更登记。截至2023年3月末，公司控股股东为湘乡城乡建设发展集团有限公司，持有公司95.1744%股权，国开发展基金有限公司仍持有公司4.8256%的股权；公司实际控制人仍为湘乡市财政局。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要负责湘乡市主城区的城市基础设施建设项目投资、融资及提供相关配套服务，并进行土地开发经营。2022年公司新纳入合并范围的子公司一家，不再纳入合并范围子公司2家，详见下表。截至2022年末纳入合并范围的子公司共5家，具体情况如附录三所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、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
湖南强基劳务有限公司	100%	8,000.00	建筑装饰、装修和其他建筑业	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	股权处置比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
湘乡市鑫垚矿业有限公司 (以下简称“鑫垚矿业”)	100.00	10,000.00	煤炭开采；矿产资源（非煤矿山）开采；建设工程施工等	股权转让
湘乡市通顺实业有限公司 (以下简称“通顺实业”)	70.00	10,000	干线公路建设、农业基础设施建设、城乡供水一体化等	股权转让

注：以上股权变动均已进行工商登记变更。

¹ 2022年湘乡市进行平台整合，2022年8月湘乡龙城产业投资发展集团有限公司和湘乡城乡建设发展集团有限公司进行了整合，合并为湘乡城乡建设发展集团有限公司。

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

（一）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

湘乡市位列全国县域经济百强，近年经济总量保持增长，随着传统产业转型升级，“3+3”现代产业链体系已初步形成；但财政自给能力较弱，债务压力较大

区位特征：湘乡市是长株潭城市群资源节约型、环境友好型社会建设综合配套改革实验区。湘乡市位于湖南省中部，北邻韶山22公里，东距长沙80公里，为湘潭市下辖5个区、市、县之一，是长株潭城市群资源节约型、环境友好型社会建设综合配套改革实验区，总面积1,966.21平方公里，下辖3乡15镇4个街道办事处。湖南湘乡经开区为省级园区，处于长株潭“两型社会”建设核心试验区范围。湘乡市沪昆高速铁路、湘黔铁路、洛湛铁路、上瑞高速公路、长韶娄高速、320国道、娄湘高等级公路、湘柘公路横贯全市东西南北。湘乡矿产资源丰富，现已勘明优质矿藏30多种，“棋梓灰岩”、含锌天然矿泉水、白云石、砂石、石膏、滑石、铁、锰等质优量多。截至2022年末，湘乡市常住人口为71.63万人，较2010年下降9.12%，人口呈净流出态势。

图1 湘乡市区位图



资料来源：百度地图

经济发展水平：湘乡市近年经济保持增长，固定资产投资对经济增长的拉动作用较强，位列全国县域经济百强、全省县域经济十强。湘乡市为长株潭城市群两型试验区重要的工业基地和休闲旅游城市，近年经济总量稳步增长，根据赛迪顾问县域经济研究中心发布“2022 中部百强县”榜单，湘乡市位列全国县域经济百强、全省县域经济十强；2022 年湘乡市实现地区生产总值 577.12 亿元，同比增长 4.7%，略高于湖南省与湘潭市经济增速。人均地区生产总值 80,345 元，为全国人均生产总值的 93.75%。从产业结构来看，作为老工业基地，湘乡市工业基础较好，在大力发展园区经济的带动下，三次产业结构由 2020 年的 13.5：49.5:37 调整为 2022 年的 12.6:52.3：35.1，第二产业占比有所提升。

从拉动经济要素来看，固定资产投资向好，对经济拉动作用大，2022 年全县固定资产投资同比增长 6.8%，其中，产业投资同比增长 15.4%，占全部投资比重达 78.2%；高新技术产业投资增长稳定，同比增长 10.2%，占全部投资比重达 20.8%；但同期基础设施投资同比下降 12.9%；随着房地产市场下行，房地产市场投资、销售双向下降，2022 年完成房地产业投资 19.24 亿元，同比下降 28.9%；商品房销售额 27.43 亿元，同比下降 21.1%。社会消费品零售总额增速受居民收入预期影响波动较大。

表2 2022 年湘潭市各区县（县级市）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
雨湖区	746.66	4.8%	121,191	35.78
岳塘区	685.60	4.5%	141,440	26.40
湘乡市	577.12	4.7%	80,345	16.34
湘潭县	572.60	4.4%	73,397	16.16
韶山市	115.56	4.7%	111,500	7.08

注：雨湖区人均 GDP 采用第七次全国人口普查数据计算，其他区县（县级市）人均 GDP 均为 2022 年统计公报数据。

资料来源：各地统计局及财政局网站等，中证鹏元整理

表3 湘乡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）	577.12	4.7%	545.60	8.4%	500.24	4.1%
固定资产投资		6.8%	-	13.6%	-	10.6%
社会消费品零售总额	156	2.8%	151.74	16.2%	130.57	-2.4%
进出口总额（亿元）	13.94	3.6%	13.46	14.3%	1.69（亿美元）	23.2%
人均 GDP（元）		80,345		75,318		68,516
人均 GDP/全国人均 GDP		93.75%		93.01%		94.57%

注：1）2020年人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算；2）2020年进出口总额数据单位为亿美元；3）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：湘乡市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：随着传统产业转型升级，“3+3”现代产业链体系已初步形成。湘乡市是湖南老工业基地之一，随着水泥、化工、皮革等传统产业转型升级，以绿色建材装配式建筑和建工、电力电工电器、绿色食品加工和现代商贸物流三大产业链为主导，以新能源新材料、文体旅游休闲、电子信息为特色的“3+3”现代产业链体系已初步形成。市内有湖南韶峰水泥集团有限公司、五矿（湖南）铁合金有限责任公司、湖南有色氟化学有限责任公司、湖南燕京啤酒有限公司等全国大型企业；皮革工业园是中南地区最大的制革基地。湘乡经开区工业产值占全市工业总产值的 50% 以上，已累计引进电力企业 52 家；电子信息产业先后引进了湘君电子、维泰科技等一批具有竞争力的电子加工企业，其中株洲宏达电子是高新技术上市企业，湖南振添光学玻璃科技已入选华为一级供应商；绿色建材与循环经济产业初具规模，湖南巨强再生资源科技发展有限公司拥有国内唯一利用率达 90% 以上的废玻璃循环生产线，南方新材、中新房住宅建筑、长申建材等企业已建成投产。另现有医疗器械企业 3 家，湖南埃普特医疗器械有限公司是国内唯一获市场准入的介入电生理电极导管生产厂家；2022 年全市规模以上工业增加值同比增长 4.2%，规模以上工业总产值累计增长 4.5%，其中，电工电气（电子信息）产值同比增长 18.3%，绿色建材产值同比增长 8.0%，医疗器械产值同比增长 25.7%；制造业增加值同比增长 5.5%，占 GDP 比重达 42.2%。

发展规划及机遇：“十四五”期间，作为长株潭城市群重要工业基地和休闲旅游城市，湘乡市将深入对接湘潭市实施“湘潭向北、西拓南延”的发展战略，深化与长沙、湘潭的融合发展。在既有的产业基础上，创新加快构建以电工电器、医疗器械及先进装备、资源循环利用、绿色建材 4 大产业为主导，以皮革制造、智能铸造、电子信息 3 大产业为特色的“4+3”现代产业新体系；推进经开区进军全省产业园区二十强、打造千亿级产业园区；推进红仑工业园、城西工业区、皮革工业园专业化升级；到 2025 年，打造一个千亿级产业园，建成 5 个影响力显著的产业集群。

财政及债务水平：近年湘乡市一般公共预算收入稳步提升，但财政自给能力较弱，债务压力较大。近年来湘乡市一般公共预算收入持续上升，2022 年地方一般公共预算收入 16.34 亿元，同比增长 3.7%，在湘潭市下属各区县中排名中游。近三年财政自给率在 30% 左右，财政自给能力较弱。近年政府债务余

额持续扩张，截至 2022 年 11 月末，湘乡市地方政府债务余额 93.70 亿元；若考虑区域内城投有息债务规模，湘乡市广义债务率较高。

表4 湘乡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	16.34	15.76	14.43
税收收入占比	69.71%	67.58%	66.70%
财政自给率	31.39%*	29.85%	26.01%
政府性基金收入	11.20*	18.82	18.80
地方政府债务余额	93.70*	89.88	89.22

注：2022 年财政自给率为预计数；2022 年政府性基金收入为 2022 年 1-11 月数据，地方政府债务余额为截至 2022 年 11 月末数据。

资料来源：湘乡市政府决算报告、关于湘乡市 2022 年财政预算执行情况和 2023 年预算编制的报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，湘乡市主要发债平台共 3 家，具体见下表。其中，湘乡市东山投资建设开发有限公司（以下简称“湘乡东山投”）和湘乡市城市建设投资开发有限公司（以下简称“湘乡城投”）为湘乡市重要的基础设施开发建设主体，湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司（以下简称“湘乡经开投”）为湘乡经开区内的城市基础设施建设及土地开发整理主体。

表5 截至 2022 年末湘乡市主要发债市属投融资平台（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
湘乡东山投	湘乡市财政局	215.84	24.47	14.49	62.72	湘乡市东山新城重要的城市基础设施开发主体之一
湘乡城投	湘乡城乡建设发展集团有限公司	114.25	40.46	10.77	37.77	湘乡市重要的基础设施开发建设主体
湘乡经开投	湘乡市财政局	102.33	24.78	4.73	26.88	湘乡经开区内城市基础设施建设及土地开发整理主体

注：财务数据为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：中证鹏元评级报告，Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为湘乡市重要的基础设施建设主体，公司基础设施建设项目充足；但基础设施建设项目回款节奏较慢，土地整理业务收入大幅下滑且未结算规模较小，未来该业务收入可持续性一般；且自营项目投资规模较大，公司存在较大的资金压力；随着湘乡市平台整合推进，负责矿产资源开发和农业基础设施建设的子公司被划出，对公司整体收入影响有限，但资本实力有所削弱

公司仍主要负责湘乡市的基础设施建设和土地开发整理业务，2022 年公司实现营业收入 10.77 亿元，其中基础设施工程及土地整理两项业务是收入和毛利润的主要来源，停车场、景区及不动产租赁等其他业务收入规模较小，且长期亏损。

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
基础设施建设项目	102,657.89	9.17%	95.34%	54,618.96	9.17%	44.95%
土地整理项目	4,738.05	9.17%	4.40%	66,649.73	9.17%	54.85%
其他收入	274.26	-65.79%	0.25%	235.11	-45.83%	0.19%
合计	107,670.20	8.97%	100.00%	121,503.81	9.06%	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

作为湘乡市重要的基础设施建设主体，目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源；但基础设施建设项目回款节奏较慢，需关注已完工项目后续结算及回款进度；自营项目尚需投资规模较大，后续资金平衡情况值得关注

基础设施建设业务方面，公司是湘乡市重要的开发建设和资本运营主体，受湘乡市政府委托负责湘乡市棚户区改造及基础配套设施建设。2020年1月1日，公司与湘乡市人民政府签订了《委托代建框架协议书》，根据协议约定由公司负责湘乡市城区及市新区规划范围内的市政建设工程、开发项目的前期整理以及委托的其他工程项目采用“委托代建”方式进行投资建设，公司的收益为项目建设总成本的20%。在实际结算中，项目收益为项目建设总成本的15%。

土地整理业务方面，公司是湘乡市重要的土地开发整理主体之一，承担东山新城及新湘区域的土地平整、开发任务，根据公司与湘乡市人民政府签订的土地整理开发协议，公司前期土地整理费用仍由公司垫付，湘乡市政府每年按完工进度确认土地整理开发成本，并按当年投资成本的一定比例确认公司收益。公司土地整理开发计划分两期进行：第一期规划总面积4.85平方公里；第二期规划总面积8.00平方公里。其中，第一期土地整理开发计划总投资10.00亿元；第二期土地整理开发计划总投资20.00亿元。

2022年公司基础设施建设项目收入较去年同期大幅增长，主要系结算项目规模较大所致，由于结算比例固定，公司城市基础设施建设业务毛利率稳定为9.17%；同期，受房地产市场波动和政府规划影响，当期土地整理业务收入大幅下滑。因采用固定成本加成确认收入，毛利率均较为稳定。

表7 2022年公司代建业务及土地整理业务入明细（单位：万元）

项目性质	代建工程名称	确认成本	确认收入
土地整理	湘储 350-1 号储备用地	1,060.01	1,166.96
	湘储 252（城东棚户区）	181.91	200.27
	湘储 285	297.98	328.05
	47 号地	13.32	14.66
	五矿湘乡红星片区	2,750.57	3,028.11
	小计	4,303.79	4,738.05
城市基础设施建设	湘乡市棚户区改造建设项目	7,546.58	8,308.03
	东山新区项目	81,803.24	90,057.18
	东台中学建设项目	1,599.81	1,761.24
	其他零星项目	2,299.44	2,531.45
	小计	93,249.06	102,657.89

-	合计	97,552.86	107,395.94
---	----	-----------	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资 74.45 亿元，累计已投资 65.89 亿元；且存货-开发成本中尚未结算的基础设施建设项目成本和土地整理业务成本规模较大。目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源。中证鹏元关注到，公司基础设施建设项目回款节奏较慢，2022 年收现比为 0.41，委托代建项目回款情况受当地政府财政资金安排影响较大，需关注已完工项目后续结算及回款进度。

本期债券募投项目为“湘乡市东山新城地下综合管廊项目”，计划总投资共计 197,008 万元，募投项目已于 2016 年 10 月 26 日开工，预计施工期为 36 个月（2016 年 10 月-2019 年 9 月），建成后将以入廊费、日常维护费和当地政府补助方式获得收入，预计收入为 225,079 万元。该项目已于 2021 年末完工，公司将该项目列入存货—开发成本中与东山新城项目合并列示，转为按照代建项目进行结算。

公司自营项目较多，总投资 15.35 亿元。其中，茅浒水乡开发项目由子公司湖南新茅浒水乡生态旅游开发有限公司负责，湘乡市技术产业园建设项目及老旧小区改造项目均由子公司开元（湘乡市）投资有限责任公司（简称“开元投资”）负责，需关注自营项目后续建设进度及建成后能否实现预期收益存在不确定性。

截至 2022 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 20.84 亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及委托代建项目回款情况。

表8 截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	建设内容与预计收益
基础设施建设项目	-	-	-	-
东山新区工程	35.00	32.26	2.74	-
湘乡市棚户区改造建设项目	17.38	15.95	1.43	-
云门寺及云门广场改造建设项目	10.00	10.32	-	-
湘乡市全民健身场地设施建设项目	9.07	4.55	4.52	-
湘乡市壶天镇采煤沉陷区综合治理项目	3.00	2.81	0.19	-
小计	74.45	65.89	8.56	-
自营项目				
新茅浒水乡景区提质改造项目	8.00	0.24	7.76	建设内容为景区开发和周边路网、地块联动发展
湘乡市技术产业园建设项目	3.83	2.60	1.23	主要新建标准厂房、仓库用房、配套服务用房、成品展销中心、附属用房及附属工程等，后续计划通过房产租售等进行资金平衡

老旧小区改造项目	3.52	0.55	2.97	旧小区道路管线改造、新建停车场及配套安装充电桩、新建广告牌和提质改造农贸市场，后续计划通过停车位、广告位、农贸市场租金以及充电桩充电服务费进行资金平衡
小计	15.35	3.39	11.96	-
合计	89.80	69.28	20.84	-

注：本期债券募投项目合并并在东山新区工程中列示，按代建项目进行结算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年随着湘乡市平台整合推进，负责矿产资源开发和农业基础设施建设的子公司被划出，对公司整体收入影响有限，但资本实力有所削弱

作为湘乡市重要的基础设施建设主体，2022年公司共获得政府补助2.00亿元及税收优惠0.77亿元，两者合计占当年利润总额的176.08%，有效提升了公司的利润水平。

随着湘乡市平台整合推进，2022年负责煤炭和矿产资源开发的鑫垚矿业、负责农业基础设施建设的通顺实业分别无偿划转至湘乡市城乡矿业有限公司和湘乡城乡，因鑫垚矿业、通顺实业暂无实际业务，对公司整体收入影响有限；但受此影响，2022年末公司资本公积减少18.65亿元，占净资产16.32%，划出资产以存货中土地为主。

六、财务分析

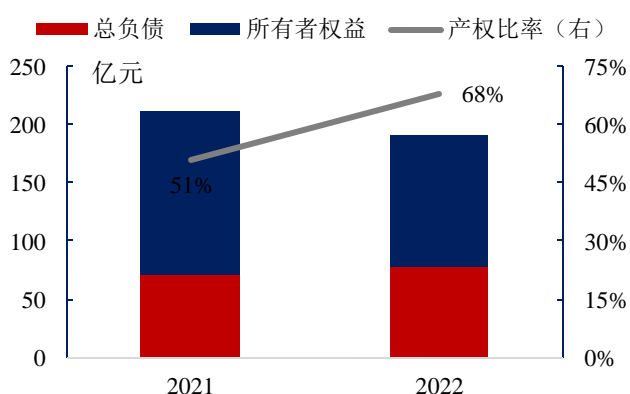
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新纳入合并报表范围的主体1家，不再纳入合并范围2家。截至2022年末纳入合并报表范围的子公司共5户，见附录三。

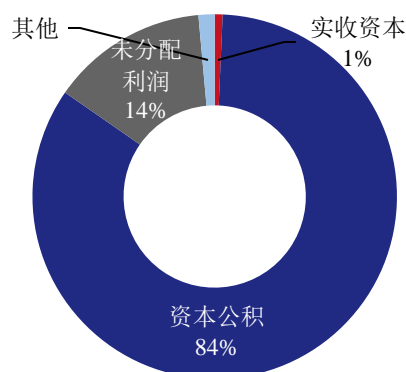
资本实力与资产质量

随着子公司划出，公司所有者权益及资产总额下滑幅度较大；资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的应收账款构成，整体流动性较弱

2022年公司子公司划出导致所有者权益大幅下滑25.81亿元，叠加公司拆入资金较多带动总负债同比增长9.01%。综合影响下，公司产权比率上升至67.94%，但权益对负债的保障程度仍较高。截至2022年末，公司所有者权益仍主要以政府注入土地等资产形成的资本公积为主。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2022 年末公司所有者权益构成


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，基础设施代建及土地整理业务收入占比达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97%以上。

公司存货主要由开发成本和存量土地组成；其中，开发成本均为代建及土地整理项目沉淀成本，随着当期新增投入较少但结算较多影响，2022年末同比下滑27.45%；存量土地均为公司历年来通过政府划拨方式取得的土地使用权，2022年末账面价值94.72亿元，同比下滑22.65%，共158宗土地资产，总面积457.81万平方米，多位于湘乡市东山办事处城东村、昆仑桥街道、昆仑桥办事处学及望春门街道等，用途多为城镇混合住宅用地、住宅用地/住宅等，另有账面价值2.39亿元的土地为机关团体用地或文化设施用地，均已办妥权证，账面价值21.74亿元的土地使用权因借款抵押受限。应收款项以应收湘乡市财政局工程结算款及与当地国企的往来款为主；因基础设施建设业务每年维持一定结转规模，但回款有限，2022年应收账款同比增长34.40%。2022年净偿还债务较多消耗大量资金，公司保有货币资金下滑至4.48亿元。

在建工程均为公司自营项目，2022年新增投入1.31亿元，主要系对湘乡市技术产业园建设项目、老旧小区改造项目及湘乡市东山湖乡村振兴项目新增投入，建成后能否实现预期收益存在不确定性。

表9 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	4.48	2.33%	5.85	2.77%
应收账款	33.51	17.46%	24.93	11.80%
其他应收款	27.26	14.21%	15.38	7.28%
存货	121.83	63.49%	159.82	75.65%
流动资产合计	187.07	97.49%	205.99	97.50%
在建工程	3.91	2.04%	2.61	1.23%
非流动资产合计	4.81	2.51%	5.29	2.50%

资产总计	191.88	100.00%	211.28	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21.94亿元，占总资产的比重为11.44%，受限比例较高；以存货中的存量土地为主，已抵押土地账面价值占存货-存量土地的比重为22.96%，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10 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	2,000.00	4.46%	0.10%	保证金
存货-存量土地	217,449.65	22.96%	11.33%	借款抵押
总计	219,449.65	-	11.44%	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

主营业务单一且盈利弱，政府补贴对公司利润形成了有力补充

公司业务结构较为单一，主要收入来源为基础设施工程建设和土地整理业务。公司作为湘乡市重要的基础设施建设主体，代建工程业务量充足，业务持续性较好，但收入规模易受政府结算进度影响而存在一定波动，且回款不佳；2022年公司土地整理业务收入大幅下滑且未结算规模较小，未来该业务收入可持续性一般。

从利润构成来看，公司主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑，2022年公司共获得政府补助2.00亿元及税收优惠、税收返还0.77亿元，占同期利润总额的比重为176.08%。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	10.77	12.15
营业利润	1.58	2.73
其他收益	2.77	3.02
利润总额	1.58	2.71
销售毛利率	8.97%	9.06%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

随着公司收缩项目投资强度和净偿还债务较多，2022年公司债务规模缩减；但经营获现不佳及到期债务较多导致短期债务压力仍较大，现金短期债务比低，2023年公司债务压力较大，需持续关注公司到期债务资金安排情况

公司负债主要由刚性债务以及与当地国企业的拆借款构成。随着2022年净偿还债务较多，往来拆入款是公司资金周转的重要部分，2022年刚性债务占总负债的比重下滑至48.65%，其他应付款占比大幅上升

至48.05%。

表12 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	1.50	1.93%	4.25	5.97%
其他应付款（合计）	37.30	48.05%	21.42	30.08%
一年内到期的非流动负债	5.46	7.04%	8.32	11.69%
流动负债合计	47.85	61.64%	38.00	53.36%
长期借款	23.85	30.72%	23.23	32.62%
应付债券	2.54	3.27%	5.97	8.39%
长期应付款（合计）	3.40	4.38%	4.02	5.64%
非流动负债合计	29.78	38.36%	33.21	46.64%
负债合计	77.63	100.00%	71.21	100.00%
总债务	37.77	48.65%	46.29	65.01%
其中：短期债务	7.16	9.23%	13.12	18.43%
长期债务	30.60	39.42%	33.17	46.58%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司总债务同比下滑19.79%至37.77亿元。从融资渠道来看，银行借款是公司最主要的融资渠道，截至2022年末，公司银行借款占总债务的比重为72.47%。银行借款多有质押保障措施，授信方主要有国开行等政策性银行，及湘乡农商行、长沙银行等湖南地方性银行。公司分别于2016年、2017年发行“16湘乡城建债”、本期债券及一期私募债，其中，“16湘乡城建债”已于2023年5月到期偿付，本期债券已设置提前偿还条款，将于2023年10月偿还本息2.30亿元，届时需关注公司后续偿债安排及资金筹备情况。公司有一笔非标融资存续，借款机构分别为平安国际融资租赁有限公司，处于正常偿付状态。另外，公司在长期应付款中另有从国开发展基金有限公司、国开发展湖南“两型”元鼎基金企业取得的带有“明股实债”性质的增资款，该部分借款期限较长且融资成本低；以及从湖南省保障性安居工程投资有限公司、湖南省棚户区改造投资有限公司及取得的借款。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18.97%。从到期债务分布来看，2023年、2024年公司面临一定集中偿付压力，且到期债务以信用债为主，分别为3.36亿元和3.15亿元；截至2023年5月末，随着“16湘乡城建债”到期，公司已完成到期债务偿付1.06亿元。

因经营获现情况不佳及债务偿付压力较大，与区域间其他国企的往来所形成的拆借款是公司资金周转的重要部分，该类款项占比较高且增速较快，2022年其他应付款同比增长77.24%。

表13 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：7.45% 长期借款：4.80%-7.50%	26.97	72.47%	3.12	2.33	0.09	-	21.43
债券融资	5.28%	6.51	17.49%	3.36	3.15	-	-	-

其他融资	6.50%-11.70%	3.74	10.04%	0.34	0.34	0.34	2.72	-
合计	-	37.21	100.00%	6.82	5.82	0.43	2.72	21.43

注：（1）债券融资为公司债务实际偿还口径，到期分布已考虑当期偿付利息；（2）其他融资包括非标融资、增资款以及从湖南省保障性安居工程投资有限公司、湖南省棚户区改造投资有限公司及取得的借款；（3）公司其他应付款中尚有非金融机构借款 0.85 亿元，因该部分借款带有拆借性质且无固定还款期限，上表中不包括该部分借款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

现金流方面，随着公司收缩项目投资强度，2022年购买商品、接受劳务支付的现金同比下滑52.82%，且得益于往来拆入资金及经营回款较多，同期经营活动净现金流为正，净流入1.75亿元；但2022年公司融资表现不佳，叠加到期债务较多，筹资活动现金流净流出0.47亿元。综合影响下，2022年现金及现金等价物净增加额为0.31亿元。考虑到2023年公司面临一定的集中偿付压力，存量债务本息接续压力较大，主要依赖于资金拆借平滑债务压力，需持续关注公司到期债务资金安排情况。

从偿债指标来看，2022年公司往来拆入款大幅增加带动总负债增长，叠加划入子公司导致资产大幅下滑，资产负债率上升至40.46%；随着短期债务下滑，2022年末现金短期债务比为0.63，但短期债务压力仍大。公司利润总额及EBITDA主要来源于湘乡市人民政府财政补贴，因当期公司获得的财政补贴下降，2022年EBITDA利息保障倍数有所下滑。

表14 公司偿债能力指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金	4.45	0.02
经营活动产生的现金流量净额	1.75	4.49
投资活动产生的现金流量净额	-0.97	-1.47
筹资活动产生的现金流量净额	-0.47	-2.73
现金及现金等价物净增加额	0.31	0.29
资产负债率	40.46%	33.70%
现金短期债务比	0.63	0.45
EBITDA 利息保障倍数	1.07	1.33

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

ESG 风险因素

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《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，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《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，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。2023年3月，根据公司《湘乡市城市建设投资开发有限公司关于控股股东、董事及监事发生变动的公告》，选举王毅为公司新的董事，刘永平、王毅、杨宝峰（职工代表）组成公司新的董事会，选举易群力为公司新的监事，易群力、谢鑫、李江（职工代表）组成新的监事会，监事会选举易群力为公司监事会主席。

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19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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计13.30亿元，为同期公司净资产的11.64%，被担保人全部为地方国有企业，区域集中度较高，存在一定的代偿风险。

表15 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保开始日	担保到期日
湘乡市通顺实业有限公司	19,400.00	2019-12-26	2029-12-21
湘乡市通顺实业有限公司	13,229.23	2021-2-5	2031-2-2
湘乡市通顺实业有限公司	9,500.00	2022-1-25	2023-1-24
湘乡市通顺实业有限公司	7,500.00	2021-4-30	2023-04-30
湘乡市通顺实业有限公司	2,500.00	2021-4-22	2023-04-22
湘乡市信源住房租赁服务有限公司	2,200.00	2022-7-27	2030-6-22
湘乡市鑫垚矿业有限公司	10,000.00	2022-6-7	2023-5-25
湘乡市红园建设投资开发有限公司	13,550.00	2017-9-20	2026-3-21
湘乡市青云实业有限公司	17,940.00	2022-7-28	2037-7-25
湘乡市青云实业有限公司	11,000.00	2022-12-13	2037-6-21
湘乡市交通建设投资开发有限公司	1,750.00	2022-3-15	2024-3-14
湘乡市东山投资建设开发有限公司	3,500.00	2022-3-25	2023-3-23
湘乡市鑫锦实业投资建设有限公司	1,450.00	2022-09-22	2023-09-21
湘乡市鑫锦实业投资建设有限公司	1,530.00	2022-09-30	2023-09-30
湘乡市红色文化旅游开发有限公司	6,000.00	2021-9-15	2023-9-25
湘乡市交通建设投资开发有限公司	12,000.00	2021-12-25	2029-12-24
合计	133,049.23		

资料来源：公司 2022 年审计报告

八、外部特殊支持分析

公司是湘乡市下属重要基础设施建设平台，截至2023年3月末，湘乡市财政局作为公司实际控制人，间接持有公司95.1744%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，湘乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与湘乡市人民政府的联系非常紧密。公司系湘乡市人民政府下属主要国有企业，湘乡市财政局作为公司实际控制人，对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力。公司为湘乡市内重要的基础设施建设主体，业务持续性较好，预计未来与湘乡市人民政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对湘乡市人民政府非常重要。近年来公司承担了湘乡市主城区范围内基础设施项目建设、土地整理项目建设等职能，收入主要来源于代建业务收入，对湘乡市人民政府重要性非常强，且公司已在公开市场发债。

九、债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平

公司以自有的15宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保增信，土地总面积为1,050,645.34平方米，土地用途为商业、住宅，土地性质为出让。湖南志成土地评估有限公司（B类土地评估资质、具备证券从业资格）以2017年6月27日为评估基准日，对拟用于抵押的上述土地资产进行了评估，评估价值为18.12亿元。上述抵押物已于2017年6月30日办妥抵押登记手续，他项权证编号为他项（2017）第A026号。

根据《2016年湘乡市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊专项债券抵押资产监管协议》，本期债券存续期间，公司根据业务需要，可聘请具备证券从业资格或土地A级资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具年度资产评估报告。年度评估报告的评估基准日为抵押资产初次评估的评估基准日。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券抵押资产初次评估的评估报告日。前述抵押物2022年度未再次进行评估，对本期债券本息抵押比率为4.21（抵押比率=抵押资产评估价值/本期债券未偿还本金及一年利息）。

综上所述，中证鹏元认为，公司以评估价值为18.12亿元的土地使用权为本期债券进行抵押担保，有助于保障本期债券债权人的权益，能够提升本期债券信用水平。但需要注意的是，在极端情况下，抵押资产集中变现存在较大难度，能否及时变现及实际变现价值存在一定的不确定性。

表16 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）

序号	土地权证编号	土地位置	土地性质	土地用途	土地面积	评估价值
1	湘乡国用（2016）第 A0449 号	湘乡市东山办事处张江村	出让	商住	108,182.65	21,167.45
2	湘乡国用（2016）第 A0675 号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	54,962.97	8,902.85

3	湘乡国用(2016)第A0676号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	55,804.22	9,039.11
4	湘乡国用(2016)第A0677号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	83,822.38	13,577.47
5	湘乡国用(2016)第A0678号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	84,495.52	13,686.50
6	湘乡国用(2016)第A0679号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	78,766.84	12,758.57
7	湘乡国用(2016)第A0680号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	83,436.99	13,515.04
8	湘乡国用(2016)第A0681号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	84,548.91	13,695.15
9	湘乡国用(2016)第A0682号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	85,013.27	13,770.36
10	湘乡国用(2016)第A0683号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	59,506.05	9,638.73
11	湘乡国用(2016)第A0684号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	64,473.30	10,443.32
12	湘乡国用(2016)第A0685号	湘乡市东山办事处新岸村	出让	商住	57,681.78	9,343.24
13	湘乡国用(2016)第A0686号	湘乡市东山办事处张江村	出让	商住	61,260.78	11,986.53
14	湘乡国用(2016)第A0687号	湘乡市东山办事处塔子村	出让	商住	51,447.40	10,066.40
15	湘乡国用(2016)第A0689号	湘乡市东山办事处东山村	出让	商住	37,242.28	9,582.96
-	合计				1,050,645.34	181,173.68

注：评估基准日为2017年6月27日。

资料来源：湖南志成土地评估有限公司

十、结论

作为湘乡市重要的基础设施建设主体，公司主要承担湘乡市的基础设施建设和土地开发整理业务，基础设施建设项目充足，业务可持续性较好。但基础设施建设项目回款节奏较慢，同期公司融资表现不佳，叠加到期债务较多，公司现金流对外部融资较为依赖，考虑到2023年公司面临一定的集中偿付压力，且到期债务以信用债为主，存量债务本息接续压力较大。随着湘乡市平台整合推进，公司子公司无偿划出，导致资产总额下滑幅度较大，资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的应收账款构成，流动性及收益性弱。且公司对外担保区域集中度较高，仍存在一定的或有负债风险。

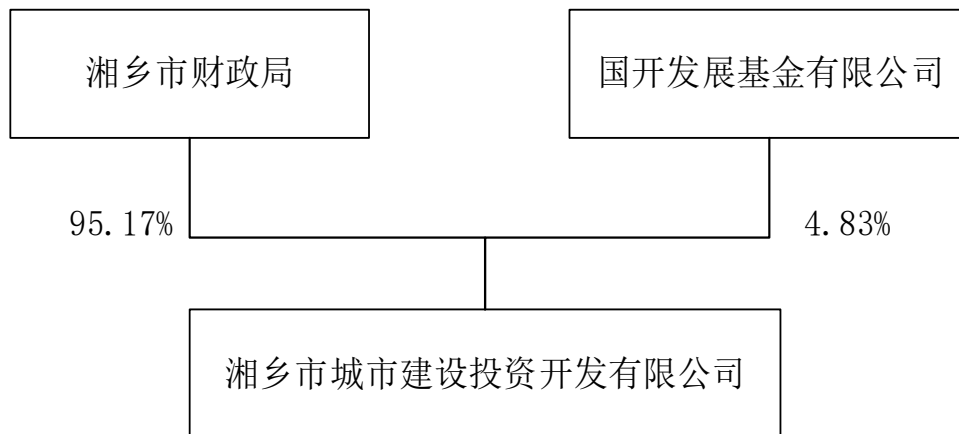
综上，维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“17湘乡管廊专项债/PR湘管廊”的信用等级为AA。

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	4.48	5.85	8.29
应收账款	33.51	24.93	13.05
应收票据及应收账款	33.51	24.93	13.05
其他应收款（合计）	27.26	15.38	23.24
存货	121.83	159.82	160.71
流动资产合计	187.07	205.99	205.29
固定资产	0.34	0.42	0.24
在建工程	3.91	2.61	0.30
非流动资产合计	4.81	5.29	1.41
资产总计	191.88	211.28	206.70
短期借款	1.50	4.25	5.48
应付账款	0.00	0.07	0.00
其他应付款（合计）	37.30	21.42	22.72
一年内到期的非流动负债	5.46	8.32	6.31
流动负债合计	47.85	38.00	38.58
长期借款	23.85	23.23	22.31
应付债券	2.54	5.97	9.29
长期应付款	3.40	3.97	0.73
非流动负债合计	29.78	33.21	32.33
负债合计	77.63	71.21	70.91
其中：短期债务	7.16	13.12	12.49
总债务	37.77	46.29	44.81
所有者权益	114.25	140.07	135.79
营业收入	10.77	12.15	11.09
营业利润	1.58	2.73	3.47
其他收益	2.77	3.02	2.91
利润总额	1.58	2.71	3.47
经营活动产生的现金流量净额	1.75	4.49	0.95
投资活动产生的现金流量净额	-0.97	-1.47	-0.08
筹资活动产生的现金流量净额	-0.47	-2.73	-4.85
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	8.97%	9.06%	9.06%
资产负债率	40.46%	33.70%	34.30%
短期债务/总债务	18.97%	28.34%	27.86%
现金短期债务比	0.63	0.45	0.66
EBITDA（亿元）	2.22	3.58	4.15
EBITDA 利息保障倍数	1.07	1.33	1.52

资料来源：公司 2020-2022 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 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2022年12月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
开元（湘乡市）投资有限责任公司	2.06	100%
湖南新茅浒水乡生态旅游开发有限公司	0.50	100.00%
湘乡市开源物业管理有限责任公司	0.10	100.00%
湘乡市湘旭城市建设有限公司	0.15	100.00%
湖南强基劳务有限公司	0.80	100.00%

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录四 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	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 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。