



2022年岳阳惠华城市投资发展集团有限公司公司债券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：

2022年岳阳惠华城市投资发展集团有限公司公司债券2023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：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：岳阳市经济总量处湖南省第二位，华容县拥有纺织服装、食品加工两大百亿产业，近年经济保持增长，经济总量在岳阳市下辖区县中排名靠前，岳阳惠华城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）作为华容县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司收入结构较为多元且业务可持续性较好，工程代建业务在区域内具有一定专营性，且在财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持；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“22 惠华债/22 岳阳惠华债”的信用水平。但中证鹏元也关注到公司资产整体流动性弱，后续项目的持续推进仍需要大量资金，公司面临较大的资金压力，且总负债增速较快，公司仍面临一定的债务压力及或有负债等风险因素。

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	153.05	133.87	116.62
所有者权益	77.41	75.89	64.69
总债务	70.18	51.28	43.11
资产负债率	49.42%	43.31%	44.53%
现金短期债务比	0.99	0.74	1.04
营业收入	29.53	17.96	15.83
其他收益	1.99	1.54	1.39
利润总额	1.79	1.32	1.60
销售毛利率	13.46%	16.84%	18.68%
EBITDA	6.34	5.41	5.40
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.78	2.03
经营活动现金流净额	-3.27	-2.01	3.52

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **岳阳市经济总量处湖南省第二位，华容县拥有纺织服装、食品加工两大百亿产业，近年经济保持增长，经济总量在岳阳市下辖区县中排名靠前。**岳阳市系湖南唯一的沿江国际贸易口岸城市，有较好的资源禀赋；华容县位于岳阳市西境，依托长江和洞庭湖两大水系优势，打造了纺织服装、食品加工两大百亿产业，近年经济实力持续增长，2022年实现 GDP 417.41 亿元，在岳阳市 10 个区县中排名第三，为公司发展提供了良好的基础。
- **作为华容县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司收入结构较为多元且业务可持续性较好，工程代建业务在区域内具有一定专营性。**公司承担了华容县基础设施、棚户区改造和土地整理开发等项目，业务在区域内具有一定专营性，截至 2022 年末，公司主要在代建项目计划总投资较大，且存货-开发成本中尚有一定规模未结算的基础设施建设项目成本，未来收入有一定保障。随着公司大力拓展水利施工项目，工程施工业务对营收形成了有力补充且尚未结算规模较大；资产租赁业务多签订长期租赁协议，收入较为稳定。
- **公司在财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持。**作为华容县重要的基础设施建设主体，公司获得的外部支持力度较大，2022 年公司获得华容县人民政府财政补贴 1.99 亿元，有力补充了公司的利润规模。
- **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。**经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级为 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

- **公司资产主要由项目建设形成的存货及在建工程构成，叠加应收类款项持续累积，流动性弱。**由于公司承接的各类基础设施建设和产业园开发类项目结算及回款较为滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货及在建工程中，并且因代建及工程施工业务产生的对华容县政府部门及区域内国有企业的应收类款项持续累积，上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的 70%，对其资产变现能力造成较大影响。
- **较大规模的在建及施工项目持续推进仍需要大量资金，公司面临较大的资金压力。**随着公司在建项目持续推进，及拓展工程施工项目存在一定的垫资压力，2022 年公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加至 40.37 亿元，经营活动现金净流出 3.27 亿元。截至 2022 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 12.46 亿元，施工项目合同金额达 36.84 亿元，较大规模的在建及施工项目持续推进仍需要大量资金，公司未来面临较大的资金压力。
- **较高的举债强度带动总负债增速较快，2023-2024 年存续债券偿付规模较大，公司面临一定的债务压力。**2022 年公司业务发展所需资金量较大，故公司维持较高的举债强度带动总负债增速较快；2022 年末公司总负债 75.64 亿元，同比增长 30.46%；其中，刚性债务比重上升至 92.78%。考虑到公司存续债券 2023-2024 年偿付规模较大，分别需要偿还债务本息 6.72 亿元、3.35 亿元，届时需关注公司后续偿债安排及资金筹备情况。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额 4.05 亿元，占年末净资产的比重为 5.23%，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。

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	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	5/7
	行政层级	3/5			
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				-4
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

- 公司是岳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，岳阳市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与岳阳市人民政府的联系中等且公司对岳阳市政府非常重要。同时，中证鹏元认为岳阳市人民政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	2022-6-16	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 (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
22 惠华债/22 岳阳惠华债	6.50	6.50	2022-6-16	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、募集资金使用情况

公司于2022年1月公开发行7年期“22惠华债/22岳阳惠华债”，发行规模为6.50亿元，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12月末，“22惠华债/22岳阳惠华债”募集资金专项账户余额为1,167.45万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实控人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元，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”）持股比例55%，华容县人民政府持股比例45%。公司实际控制人仍为岳阳市国资委，公司股权结构图见附录二。

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。2022年公司通过新设和购买方式增加2家子公司纳入合并范围。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司为14家。

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
华容县湘惠服装有限责任公司	100%	30.00	服装销售	购买
华容县金地自然生态系统保护管理有限公司	100%	1,000.00	投资	新设子公司

资料来源：公司2022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

（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。

（二）区域经济环境

岳阳市为湖南省省域副中心城市，水、陆、空立体交通网络完善，经济总量在湖南省地级市中居第二，近年经济财政实力不断增强，石化、食品和现代物流三大产业产值均过千亿

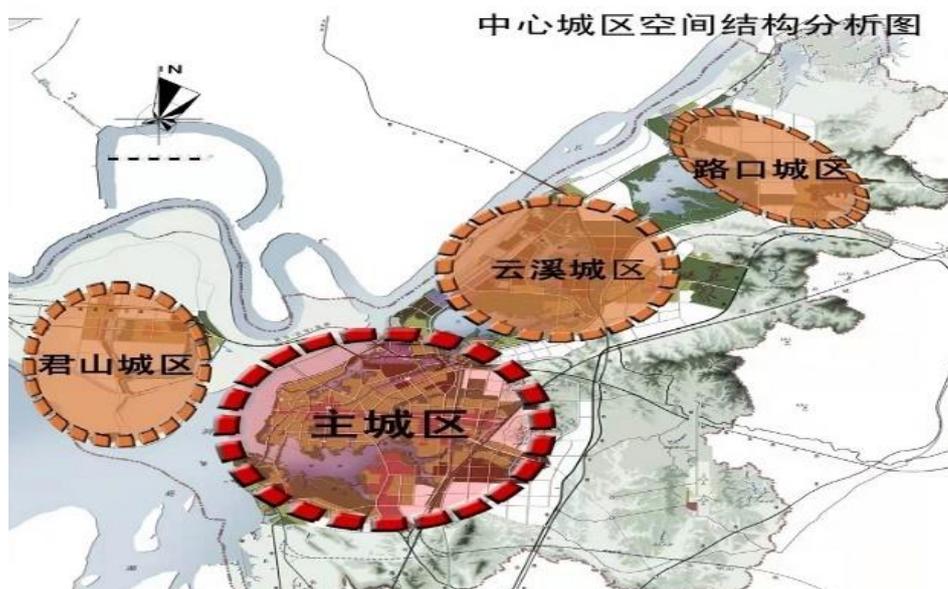
区域特征：岳阳市为湖南省省域副中心城市，区位优势优越，系国务院首批沿江开放城市，湖南唯一的沿江国际贸易口岸城市，水、陆、空立体交通网络完善，境内城陵矶港拥有“三区一港四口岸”八大国家级开放平台。岳阳市位于湖南省北部，是湖南省省域副中心城市。岳阳市交通便捷，紧邻洞庭湖，地处一湖（洞庭湖）两原（江汉平原、洞庭湖平原）三省（湘、鄂、赣）四水（湘江、资江、沅水、澧水）五线（京广铁路、武广高速铁路、京珠高速公路、107国道、长江）等多元交汇点上。岳阳坐拥湖南163公里长江黄金水道、洞庭湖60%水域面积，是国家首批沿江对外开放城市、湖南唯一通江达海的口岸城市。境内城陵矶港是长江八大深水良港之一、系国家对外开放一类口岸和海峡两岸直航港口之一，拥有“三区一港四口岸”——中国（湖南）自由贸易试验区岳阳片区、中国（岳阳）跨境电商综合试验区、城陵矶综合保税区、启运退税港和汽车、肉类、粮食、水果进口指定口岸等八大国家级开放平台，2022年城陵矶港集装箱吞吐量突破100万标箱；2018年，岳阳三荷机场正式通航，岳阳市形成水陆空铁四位一体综合性大交通格局。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。

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、湖南城陵矶新港区、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%。岳阳市人口受长沙、武汉虹吸较明显，截至2022年末，岳阳市常住人口501.75万人，较第六次人口普查净流出46.04万人。

图1 岳阳市国土空间规划图

岳阳市城市总体规划 (2008—2030)

THE COMPREHENSIVE PLAN OF YUEYANG (2008—2030)



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，仅次于省会长沙市，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，2022年GDP为4,710.67亿元，经济增速为5.4%，分别高于全国和湖南省经济增速2.4和0.9个百分点。近年岳阳市人均GDP持续增长，2022年人均GDP为93,654元，为全国人均GDP的109.28%。三次产业结构从2020年的11.5:40.5:48.0调整为2022年的10.3:41.8:47.9，经济结构以第二、第三产业为主。固定资产投资是拉动岳阳市经济增长的主要动力，2022年全市固定资产投资同比增长13.2%，其中二、三产业投资优势突出，全市工业投资增长24.7%，高新技术产业投资增长55.4%；同期，受全国房地产景气度下行影响，2022年全市完成房地产开发投资204.69亿元，同比下降13.5%；实现商品房销售额206.73亿元，下降35.2%。此外，近年来岳阳市外贸持续发力美洲、中东、非洲等国家和地区，进出口贸易保持20%以上增速，2022年全市外贸进出口总值736.46亿元，同比增长20.3%，进出口总值保持全省第2位。

表2 2022年湖南省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 (元)	一般公共预算 收入	政府性基金收 入
长沙市	13,966.11	4.50	134,024	1,201.80	1,065.25
岳阳市	4,710.67	5.40	93,654	185.04	309.8
常德市	4,274.50	4.50	81,997	209.60	319.21
衡阳市	4,089.69	5.20	61,973	191.10	221.50
株洲市	3,616.8	4.50	93,284	190.9	-
郴州市	2,980.50	5.70	64,132	177.97	159.62

湘潭市	2,697.54	4.60	99,702	127.43	-
邵阳市	2,599.18	4.70	40,341	127.97	153.52
永州市	2,410.28	5.10	46,647	158.58	-
益阳市	2,108.02	4.60	55,568	100.12	76.77
娄底市	1,929.50	4.80	51,065	91.71	-
怀化市	1,877.64	3.80	41,357	119.56	-
湘西土家族自治州	817.50	3.80	33,218	74.59	35.69
张家界市	592.4	2.30	39,388	35.39	65.99

注：（1）长沙市、常德市、益阳市、张家界市、湘西土家族自治州人均 GDP=2022 年 GDP/2022 年末常住人口；其他各地市人均 GDP 为 2022 年国民经济和社会发展统计公报公布数据。（2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

表3 岳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	4,710.67	5.4%	4,402.98	8.10%	4,001.55	4.2%
固定资产投资	-	13.2%	-	10.50%	-	8.8%
社会消费品零售总额	1,857.41	2.7%	1,807.87	14.90%	1,574.01	-2.3%
进出口总额	736.46	20.3%	612.06	45.90%	419.84	27.2%
人均 GDP（元）		93,654		87,267		78,867
人均 GDP/全国人均 GDP		109.28%		107.84%		95.70%

注：（1）2021 年人均 GDP 按 2021 年末常住人口计算；（2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2020-2022 年岳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：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，石化、食品和现代物流三大产业产值均过千亿。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、岳阳兴长（证券代码：000819.SZ）等，拥有 1,500 万吨/年原油加工能力，是中部地区最大的石化生产基地。得益于岳阳市拥有长江水道和洞庭湖 60% 水域的区域优势，为岳阳市发展食品产业提供了优越条件，食品产业是岳阳市第二个千亿产业，现有道道全粮油、长康实业、正虹科技（证券代码：000702.SZ）、劲仔食品（证券代码：003000.SZ）等多个规模以上食品工业企业。因岳阳市区位条件优越，依托“三区一港四口岸”，全市大力发展现代物流业，2021 年成为第三个千亿产业。从装备制造行业来看，岳阳市有较为完备的装备产业体系，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，当地龙头企业有中科电气（证券代码：300035.SZ）、百利科技（证券代码：603959.SH）、科美达电气、雷勃电气、远大可建等。截至 2023 年 3 月末，岳阳市上市公司

共11家¹，仅次于长沙和株洲，涉及行业以汽车空调、石化及食品加工为主。

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2个、省级及以上园区9个，工业生产增长平稳。2022年，园区规模工业企业1,228家，占规模工业企业总数的64.3%，比去年同期提高2.9个百分点，省级以上园区规模工业增加值增长8.9%，占规模工业增加值比重的85.2%，同比提高0.6个百分点。

财政及债务水平：近年来岳阳市综合财力有所提升，但税收留存较少且财政自给能力较弱。相较于岳阳市排名第二的经济体量，因巴陵石化、长岭炼化等央企的税收上缴导致地方留存税收较少，岳阳市一般公共预算收入在湖南省排名第五，2022年全市实现一般公共预算地方收入185.04亿元，同比增长8.1%，其中税收收入完成120.98亿元，增长11.9%，占比65.38%。财政自给能力虽提升至32.44%，但仍较低。受土地市场疲弱影响，2022年岳阳市政府性基金收入同比下滑12.76%，其中，国有土地使用权出让收入88.2亿元，同比大幅下滑。截至2022年末，全市地方政府债务余额924.83亿元，近三年复合增长率达16.73%，债务增速有所下滑；若考虑区域内城投有息债务规模，岳阳市广义债务率²处于省内前列。

表4 岳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	185.04	171.14	152.73
税收收入占比	65.38%	63.16%	62.54%
财政自给率	32.44%	31.99%	28.32%
政府性基金收入	309.80	358.38	256.72
地方政府债务余额	924.83	794.77	676.6

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、关于岳阳市2022年预算执行情况与2023年预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：经过岳阳市平台整合，截至2022年末，岳阳市主要平台有12家，除新成立的岳阳市城市运营投资集团有限公司（简称“岳阳城运集团”）外，均有债券存续。其中，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”）系岳阳市最核心平台，主要负责岳阳市区的基础设施建设及棚改、保障房建设等，其子公司岳阳市城市建设投资有限公司（简称“岳阳城投”）主要负责岳阳市城区基础设施建设，岳阳市水利建设投资有限公司（以下简称“岳阳水利”）主要负责河道治理、沿岸基础设施及市政道路建设土地开发，另有两家三级子公司岳阳经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“岳阳经开”）和岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“岳阳洞庭”），分别负责经开区和洞庭新城基础设施建设；岳阳城运集团于2021年12月由岳阳市交通建设投资集团有限公司（以下简称“岳阳交投”）整合改革而成，主要负责岳阳市交通类基础设施的投资和建设，以及物流、体育、医疗和教育相关领域

¹ 岳阳市上市企业包括正虹科技、恒立实业、岳阳兴长、岳阳林纸、天润数娱、中科电气、凯美特气、百利科技、道道全、劲仔食品、景峰医药。

² 广义政府债务率=(一般政府一般公共预算收入+政府性基金预算收入)/(地方政府债务余额+城投平台有息债务余额)

的投资。此外市本级一级平台另有湖南临港开发投资集团有限公司（简称“临港开投”）和岳阳南湖城市建设投资有限公司（简称“南湖城建”）分别负责新港区和南湖新区基础设施建设。整体来看，岳阳市发债平台较多，债务规模较大。

表5 截至 2022 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	层级	总资产	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	一级	1,307.68	424.33	67.55	63.51	804.70	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。
临港开投	岳阳市国资委	一级	418.68	250.72	40.12	7.80	146.15	负责新港区重要的基础设施建设主体
岳阳城投	岳阳市城市建设投资集团有限公司	二级	841.17	219.41	73.92	40.26	439.43	岳阳城建集团旗下负责岳阳城区基础建设投资
岳阳交投	岳阳市城市运营投资集团有限公司	二级	443.72	180.65	59.29	30.60	163.54	岳阳城运集团旗下负责岳阳市交通类基础设施的投资和建设，以及物流、体育、医疗和教育相关领域的投资
岳阳惠临投资发展有限公司	岳阳市国资委	一级	251.38	104.66	58.36	12.73	95.53	负责临湘市基础设施开发和土地开发储备
岳阳市君山区城市建设投资有限公司	岳阳交投	二级	186.16	96.75	48.03	14.35	66.01	岳阳交投旗下负责君山区基础设施开发和土地征拆
南湖城建	岳阳市国资委	一级	158.55	77.53	51.10	27.40	65.98	负责南湖新区基础设施开发和土地开发储备
岳阳惠华城市投资发展集团有限公司	岳阳市国资委	一级	153.05	77.41	49.42	29.53	70.18	负责华容县基础设施建设
岳阳经开	岳阳市城市建设投资有限公司	三级	171.06	68.17	60.15	8.62	95.31	岳阳城建集团旗下负责岳阳经开区基础建设投资主体
岳阳洞庭	岳阳市国有资产经营有限责任公司	三级	153.47	61.61	59.86	5.02	67.33	负责洞庭新城范围内的基础设施建设（含棚改）
湖南轩达建设投资有限公司	岳阳经济技术开发区财政局	一级	109.80	59.64	45.69	5.47	47.88	负责岳阳市经济技术开发区重要基础设施
岳阳水利	岳阳市城市建设投资集团有限公司	二级	-	-	-	-	-	岳阳城建集团旗下负责岳阳市河道治理、沿岸基础设施及市政道路建设土地开发

注：财务数据为 2022 年末/2022 年度数据；岳阳经开、南湖城建总债务未考虑调整项。

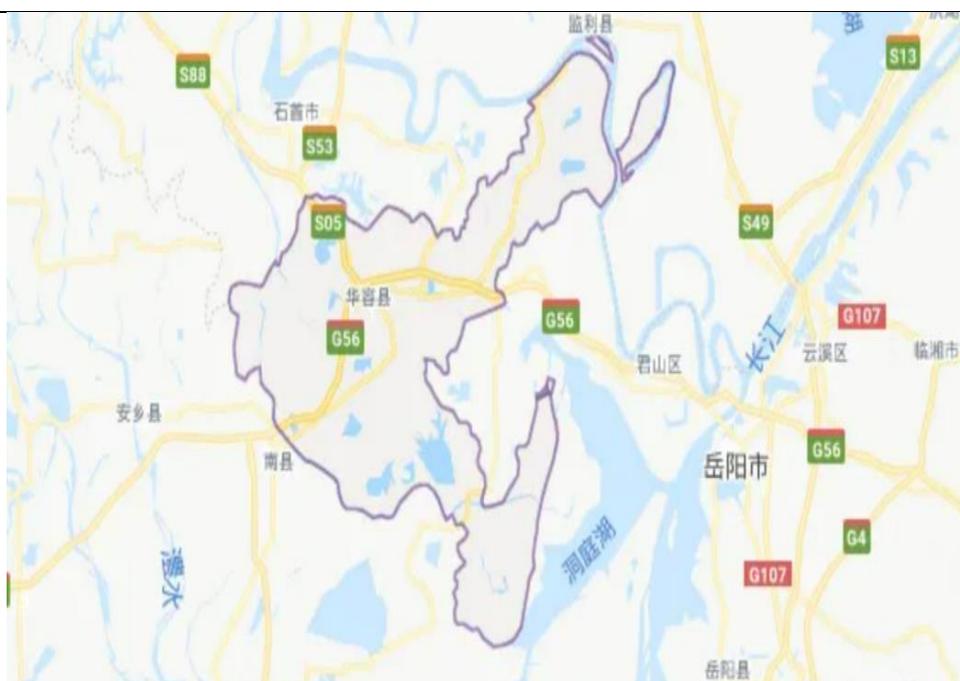
资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

华容县位于岳阳市西境，依托长江和洞庭湖两大水系优势，形成了纺织服装、食品加工两大百亿产业；投资驱动下，近年经济保持增长，经济总量在岳阳市下辖10个区县中排名靠前，但财政自给能

力较弱

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、联结洞庭湖平原与江汉平原的中心交汇点。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。华容县北倚长江，南滨洞庭，长江及洞庭湖沿线有着丰富的芦苇笋等野生菜资源，其中，插旗乡产出的芥菜为全国农产品地理标志。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。截至2022年末，华容县下辖12个镇，2个乡，3个区；常住人口54.84万人，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个区县中排名靠前，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，2022年实现GDP 417.41亿元，同比增速5.1%，在岳阳市10个区县中排名靠前；2022年人均GDP为75,817.00元，是同期全国人均GDP的88.47%。近年来华容县固定资产投资增速保持在较高位，是经济发展的主要动力，2022年固定资产投资比上年增长12.4%，其中，第二产业投资增长28.8%，占固定资产投资的比重为43.2%；第三产业投资增长13%，占固定资产投资的比重为55.5%。

表6 2022年岳阳市下辖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
岳阳楼区	777.54	5.7%	121,928.00	11.36
汨罗市	490.71	6.0%	88,415.60	15.06

华容县	417.41	5.1%	75,817.00	7.54
岳阳县	404.69	5.0%	72,629.22	9.45
湘阴县	401.44	6.5%	69,537.50	25.83
平江县	385.42	6.0%	40,906.00	15.26
云溪区	346.02	5.7%	242,991.00	4.81
临湘市	332.41	6.0%	77,340.62	9.57
君山区	190.01	4.9%	94,438.37	4.16

注：岳阳县、湘阴县和临湘市人均GDP基于2022年常住人口计算，君山区人均GDP基于2021年末常住人口计算，其他区县人均GDP为各区县2022年国民经济和社会发展统计公报公告数据。

资料来源：各区县2022年国民经济和社会发展统计公报，2022年12月岳阳快讯、政府网站，中证鹏元整理

表7 华容县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	417.41	5.1%	394.6	8.10%	370.3	3.80%
固定资产投资	-	12.4%	253.00	11.50%	221.9	9.20%
社会消费品零售总额	149.53	2.5%	145.87	14.30%	127.7	-2.30%
进出口总额（万美元）	-	19.6%	-	135.60%	1,981.00	5.80%
人均GDP（元）		75,817		71,402		66,865
人均GDP/全国人均GDP		88.47%		88.18%		92.30%

注：2020年人均GDP按全国第七次人口普查计算；

资料来源：2020-2022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：华容县拥有纺织服装、食品加工两大百亿产业，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“4+1”新兴优势产业链。作为农业和产粮大县，华容县第一产业占比较高，随着华容县积极调整产业结构，第三产业比重逐步上升成为支柱性产业，三次产业结构由2020年的24.8:31.8:43.4调整为2022年的23.5:31.7:44.8。华容县地处洞庭湖平原，依托长江黄金水道和两大能源项目优势，基本形成纺织服装、食品加工、医药卫材、通用设备制造、能源及新材料等“4+1”新兴优势产业链。纺织行业是华容县首个百亿产业，作为全国产棉大县，华容县棉花面积常年稳定在35万亩以上，年产皮棉80万担，被称为“中国棉纺织名城”，近年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，纺织行业于2017年全行业工业总产值突破100亿元。食品加工是华容县第二个百亿产业，“华容芥菜”农产品区域品牌全国知名，获评“湖南省十大农业品牌”，并创建了“华容稻”大米区域品牌，华润雪花啤酒（中国）有限公司湖南分公司是华容县工业企业第一纳税大户。能源及新材料方面，国能新能源渔光互补项目、湖南洞庭500千伏输变电工程及由国家电投集团湖南新能源有限公司投资建设的岳阳湘晨·华容100MW/200MWh储能电站项目均落址华容县。截至2022年末，华容县共有规模以上工业企业166家，规模以上工业增加值增长6.5%；但营收表现不佳，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5.16亿元，比上年下降41.1%；纺织业3.72亿元，下降3.9%。

财政及债务水平：华容县一般公共预算收入规模较小，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持续上升，2022年一般公共预算收入为7.54亿元，同比增长11.3%，规模较小，其中，税收收入5.47亿元，增长15.3%。政府性基金收入有所增长，但近三年财政自给率在15.00%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，华容县地方政府债务余额51.05亿元。

表8 华容县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	7.54	6.77	5.80
税收收入占比	72.55%	69.12%	70.69%
财政自给率	15.14%	14.11%	12.16%
政府性基金收入	23.30	21.71	15.61
地方政府债务余额	51.05	42.94	35.41

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2022年政府性基金收入为“华容县2022年财政预算执行情况与2023年财政预算草案的报告”预计数；（3）2022年地方政府债务余额为截至2022年11月末数据。

资料来源：2022年12月岳阳快讯、华容县人民政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为华容县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司收入结构较为多元；工程代建业务在区域内具有一定专营性，在建项目较为充足，且存货中尚未结算规模较大，未来该业务具有一定可持续性；随着公司大力拓展水利施工项目，工程施工业务对营收形成了有力补充；资产租赁业务多签订长期租赁协议，收入较为稳定，为公司收入提供一定补充

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，收入结构较为多元。其中，代建业务在华容县具有一定专营性，但随政府结算进度存在一定波动，是公司最主要的收入来源；随着公司承接较多水利施工项目，工程施工业务对营收形成了有力补充，已成为公司第二大业务板块；资产租赁业务收入较为稳定，砂石销售业务及停车场营运业务收入规模不大。

毛利率方面，受收入占比较高的工程代建、工程施工及资产租赁业务毛利下滑影响，2022年公司综合毛利率下滑至13.46%。

表9 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
工程代建	173,635.11	19.60%	58.80%	132,408.15	20.71%	73.71%
工程施工	103,550.06	7.03%	35.07%	25,436.65	9.12%	14.16%
资产租赁	11,893.50	-14.40%	4.03%	11,917.57	9.63%	6.63%

房产开发	5,496.69	0.66%	1.86%	9,182.47	-8.17%	5.11%
商品销售	713.14	16.44%	0.24%	684.29	17.69%	0.38%
停车场营运	5.93	-55.20%	0.00%	4.87	-89.13%	0.00%
合计	295,294.43	13.46%	100.00%	179,634.00	16.84%	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

作为华容县主要的基础设施建设主体，公司承担了华容县基础设施、棚户区改造和土地整理开发等项目，业务在区域内具有一定专营性；公司在建项目较为充足，且存货中尚未结算规模较大，未来该业务具有一定可持续性；除基础设施类项目外，公司还负责产业类项目的开发与运营，自营项目投资规模较大，公司仍面临一定的资金压力

代建业务分别为公司本部和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”）负责运营，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。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。开元公司未与华容县人民政府签订代建协议，近年来按与公司本部的代建框架协议进行回购。

2022年公司工程代建收入同比上升31.14%，实现代建收入17.36亿元。由于结算比例固定，公司工程代建业务毛利率较为稳定。

表10 2022 年公司主要结算代建项目明细（单位：万元）

运营主体	代建工程名称	确认成本	确认收入
公司本部	国有土地房屋征收管理办公室(棚户区改造征收补偿)	23,400.00	29,250.00
	华容县停车场建设工程	12,000.00	15,000.00
	煤炭铁水联运储基地建设项目(二期)	17,192.61	21,490.77
	殡仪馆迁建项目	7,252.71	9,065.89
	杏花路长工实验学校九年一贯制学校建设项目	7,398.44	9,248.05
	小计	67,243.77	84,054.71
开元公司	湘乡市棚户区改造建设项目	29,773.66	37,217.08
	东山新区项目	6,693.50	8,366.88
	小计	36,467.16	45,583.95

注：此处确认收入为含税。

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包括计划总投资16.32亿元，已投资13.31亿元，因公司存货-开发成本中尚有一定规模未结算的基础设施建设项目成本。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2022年末，公司主要自营项目总投资22.36亿元，其中，华容县医养结合项目运营主体为公司本部，该项目为“22惠华债/22岳阳惠华债”募投项目，计划建设内容包括养老服务中心、老年文娱健身中心、子女陪护中心、配套底商（便民商服）等，主要收入来源为床位、停车场出租收入等，计划建设期为2021年7月至2023年6月；截至2022年末，华容县医养结合项目已投入2.98亿元，为建设进度的49.50%。芥菜产业链配套设施建设项目、医疗能力拓展及基层医疗体系覆盖及田家湖杨家桥标厂三期运营主体为开元公司，未来收入来源分别为农田出租收入、厂房出租收入等，湖南华容县城镇供水污水一体化建设项目运营主体为华容县华农水务有限责任公司，未来收入来源为供水收入和污水处理收入。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。

截至2022年末，公司主要在建项目尚需投入资金12.46亿元，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11 截至 2022 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	收益方式
（一）代建项目				
棚户区改造征收项目	2.54	2.34	0.20	政府回购
职业中专（教科苑）	2.33	2.71	-	政府回购
一桥东路改造工程	1.20	1.16	0.04	政府回购
s222 华容县珠头山至花子坟公路建设（绕城公路）	1.20	1.16	0.04	政府回购
人民政府新政务中心	0.67	0.54	0.12	政府回购
华容县 2020-2021 年老旧小区改造建设项目	3.54	2.60	0.94	政府回购
景和花园公租房建设工程	2.54	1.24	1.30	政府回购
黄湖山棚户区改造工程	1.33	0.75	0.58	政府回购
湖北路新建道路工程	0.97	0.81	0.16	政府回购
小计	16.32	13.31	3.38	-
（二）自营项目				
芥菜产业链配套设施建设项目	5.13	4.73	0.4	建设内容为高标准农田 40,000 亩，标准腌制池 1,960 个。
医疗能力拓展及基层医疗体系覆盖	6.29	2.05	4.24	建设内容为对华容县医疗卫生服务体系进行全面提升改造，总建筑面积 134,220 平方米。
田家湖杨家桥标厂三期	0.85	0.42	0.43	建设内容为标准厂房一栋。未来收入来源于厂房出租或出售收入。
华容县医养结合项目（“22 惠华债/22 岳阳惠华债”募投项目）	6.03	2.98	3.05	建设内容主要包括养老服务中心、老年文娱健身中心、子女陪护中心、配套底商（便民商服）等。收入来源于床位、停车场出租收入等。

湖南华容县城镇供水污水一体化建设项目	4.06	3.10	0.96	建设内容为城关二水厂 1 座，日供水规模 12 万吨（存量 6 万吨，扩建 6 万吨）；六个乡镇污水处理厂。
小计	22.36	13.28	9.08	-
合计	38.68	26.59	12.46	-

注：（1）原自营项目“农村及工业园供水项目”已转为代建项目结算，根据华容县人民政府关于华容县供水厂资源整合的会议要求，全县水厂均由华容县水利局及其下属单元进行运营，故对开元公司的农村及工业园供水项目进行回购，根据回购协议，按竣工结算金额的 25% 进行利润加成；（2）自营项目工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）工验收已完工并转入投资性房地产，作为租赁资产管理营运。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程施工业务尚有一定待结算规模，该业务收入仍具有一定可持续性

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华容水利水电建筑工程有限公司（以下简称“华容水利水电”）负责运营。华容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。华容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，业务区域以华容县为主，也在广东、湖北等区域开展少量业务。部分项目施工成本由公司先行垫付，并按照合同约定（多数按项目完工进度）确认收入；进度款通常根据项目完工进度支付，尾款待项目完工验收合格后一次性付清。

2022年公司工程施工业务收入10.36亿元，同比大幅增长，主要系较多项目进入结算节点及新增订单较多所致。截至2022年末，公司在手建筑施工业务合同金额36.84亿元，已结算金额21.74亿元，未结算金额15.10亿元，未来该业务收入仍具有一定可持续性。从公司前十大合同金额在手订单来看，客户主要系华容县国有企业或事业单位，公司坏账风险较低，但需关注回款进度。此外，公司建筑施工业务主要通过招投标方式获取订单，华容县大型国央企背景施工团队较多，公司在工程资质等方面不具有明显竞争优势，工程施工毛利率较低，2022年公司工程施工业务毛利率下滑至7.03%；且该业务收入或随新增订单数量、投资及施工进度的变化而存在较大波动。

表12 2022 年末公司前十大工程施工项目明细（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	完工进度 (%)	已累计确认收入
华容县护城涝区六门闸排涝工程剩余工程（EPC）	华容县惠普农业基础设施建设有限公司	45,187.40	90.19%	39,566.32
X084 注朝线升级改造工程第一标段、二标段	华容县华农水务有限责任公司	32,526.74	90.19%	28,480.58
华容县城镇供水污水一体化建设项目	岳阳惠华城市投资发展集团有限公司	31,709.16	58.50%	18,011.11
华容县 2022 年高标准农田建设项目	华容县鑫源农业发展有限公司	24,870.65	90.19%	21,776.87
藕池河老剅口堤段水毁修复工程	华容县农村及工业园区供水项目	22,106.02	5.49%	1,178.27
2020 年城乡建设用地增减挂钩项目 EPC 设计施工总承包合同	华容县水利建设项目管理中心	21,989.21	22.41%	4,521.16

华容县城建办公室装饰工程	湖南沱江农业发展有限责任公司	18,610.32	2.00%	5,691.23
华容县 2021-2022 年度中型灌区（华一水库灌区）续建配套与节水改造工程总承包	华容县水利建设项目管理中心	18,552.41	0.00%	2,553.08
2022 年防旱抗旱应急工程	华容县农田建设项目服务中心	13,021.72	12.15%	1,451.30
华容县北城巷升级改造工程项目	华容县自然资源局	13,005.23	20.00%	5,965.70
西樵镇新田片排涝整治工程	华容县水利建设项目管理中心	12,609.23	100.00%	11,568.10
合计	-	254,188.09	-	140,763.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产租赁业务收入较为稳定，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。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³，2022 年为公司当期带来租赁业务收入 1.06 亿元。

随着工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）完工，未来随着该部分资产陆续出租，将为公司带来一定的收入来源。

表13 2022 年公司资产出租情况（单位：万元）

出租资产	年租金	租赁起	租赁止	租金收入
长江引水厂	3,800.00	2020/1/1	2029/12/31	3,633.96
北部乡供水工程厂	2,800.00	2020/1/1	2029/12/31	2,666.69
城区河东污水处理厂	2,000.00	2020/1/1	2029/12/31	1,904.76
城区河西污水处理厂	1,500.00	2020/1/1	2029/12/31	1,428.57
工业园砖桥污水处理厂	1,000.00	2020/1/1	2029/12/31	952.38
湘（2017）华容县不动产权 0004662-66 号	300.00	2017/8/28	2022/8/27	300.00
湘 2019 华容县不动产权第 0004480 号	80.60	2022/3/1	2026/2/28	67.16
湘 2019 华容县不动产权第 0004481 号	36.89	2022/5/13	2026/5/12	23.55
湘 2019 华容县不动产权第 0004482 号	31.36	2022/3/1	2026/2/28	26.14
湘 2019 华容县不动产权第 0000294 号	85.00	2022/2/10	2025/2/9	75.68

³ 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。目前募投项目收益方式已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，2020-2022 年投入运营后每年为公司带来 1.06 亿元左右的租赁收入，年化租赁收入不及预期。

合计	11,633.85	-	-	11,078.91
----	-----------	---	---	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房地产开发项目去化较慢，需持续关注在房地产销售下行的背景下，该项目的去化压力；目前公司暂无其他拟建房地产项目，随着该项目陆续去化，未来该业务持续性不强

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，开发项目为惠华佳苑项目，由地产开发公司自建，再进行市场化销售。受市场行情影响，2022年公司实现房地产销售业务收入0.55亿元，同比下滑40.14%。

截至2022年末，公司合同负债为2,704.83万元，一定规模的待结算资源为短期内房地产开发收入提供了一定保障。从项目销售进度来看，截至2022年末，该项目整体销售进度为58.22%，去化速度较慢，需持续关注在房地产销售下行的背景下，该项目的去化压力。目前公司暂无其他拟建房地产项目，随着该项目陆续去化，未来该业务持续性不强。

表14 2022年公司在售地产销售情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目类型	可售面积	剩余可售面积
惠华佳苑	商品房	46,621.25	19,477.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在财政补贴方面得到当地政府的较大力度支持

作为华容县重要的基础设施建设主体，公司获得的外部支持力度较大。2022年公司获得华容县人民政府财政补贴1.99亿元，有力补充了公司的利润规模。

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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内新增2家子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共14家，具体见附录四。

资产结构与质量

2022年公司资产规模保持增长，资产主要由土地储备、基础设施建设和产业园开发类项目形成的存货及在建工程构成，随着应收类款项持续累积，叠加资产受限比例高，流动性弱

2022年以来随着公司持续推进项目建设，以及梳理历史归集资产并补缴土地出让金和契税等，公司资产规模持续增长，2022年总资产规模同比增长14.33%至153.05亿元；但主要依赖于外部融资推动，受

此影响，2022年末公司产权比率上升至97.71%。公司所有者权益主要由政府划拨的土地、房产形成的资本公积构成，得益于未分配利润积累，2022年末公司所有者权益小幅增长。

图3 公司资本结构

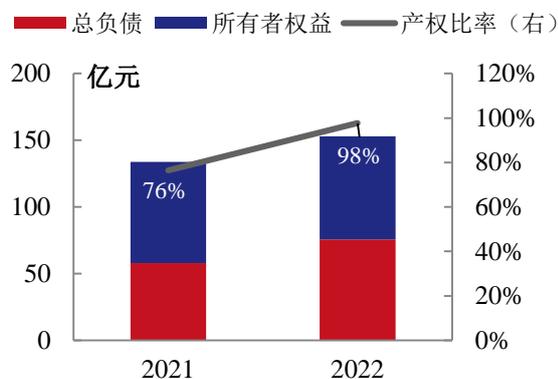
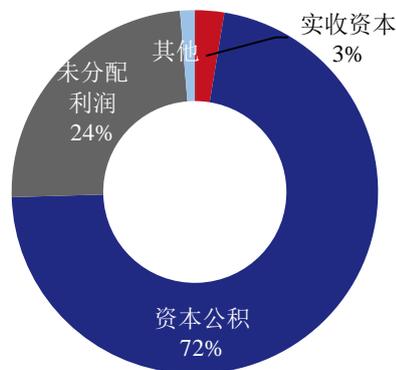


图4 2022年末公司所有者权益构成



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

公司目前形成了基础设施建设、工程施工和资产租赁等多个业务板块，由于公司承接的各类基础设施建设和产业园开发类项目结算及回款较为滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货及在建工程中，并且因代建及工程施工业务产生的对华容县政府部门及区域内国有企业的应收类款项持续累积，上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的 70%，对其资产变现能力造成较大影响。

具体来看，公司存货主要为土地储备、房产及工程施工；其中，2022年末土地储备账面价值46.22亿元，同比增长7.36%，主要系子公司华容县盛源资产经营有限责任公司（以下简称“盛源资产”）新增账面价值3.06亿元土地/房产⁴入账所致；截至2022年末，公司存货-土地储备中共计274宗土地使用权/房产，主要位于华容集成垸、华容县田家湖生态新区等区域，土地用途以商业服务和住宅用地为主；房产主要系华容县政府于2021年向公司注入资产，2022年房产账面价值10.85亿元，同比增长40.91%，主要系公司将政府注入资产补充缴纳出让金并办理权证所致，不涉及实际资产增减；工程施工账面价值为12.89亿元，主要为公司尚未结算的代建项目及工程施工业务形成的。应收款项以应收华容县财政局工程结算款及与当地国企的往来款为主，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。得益于2022年公司代建业务及工程施工业务回款良好，叠加融资到位资金较多，公司保有货币资金大幅增加至13.48亿元。

公司固定资产主要系房屋及建筑物和专用设备，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

⁴ 政府部门于 2020 年将部分土地及房产归集于华容县盛源资产经营有限责任公司，因该部分资产未办理权证，未做入账处理；2022 年公司将该部分归集资产补缴土地出让金、契税并办理权证入账，包括 216 宗土地及房产，账面价值合计 3.06 亿元。

厂等相关资产已正式使用，2020-2022年每年为公司带来1亿元左右的租赁收入。在建工程主要系公司自营项目，随着项目持续推进，2022年末账面价值同比增长16.85%。随着原在建工程中的工业集中区创新创业园标准化厂房（二期）完工转入投资性房地产，公司投资性房地产账面价值为3.52亿。

表15 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	13.48	8.81%	9.14	6.83%
应收账款	20.29	13.26%	19.75	14.75%
其他应收款	3.78	2.47%	3.47	2.59%
存货	70.88	46.31%	57.44	42.91%
流动资产合计	108.57	70.94%	89.92	67.17%
固定资产	22.00	14.37%	23.41	17.49%
投资性房地产	3.52	2.30%	0.00	0.00%
在建工程	13.28	8.68%	11.36	8.49%
非流动资产合计	44.48	29.06%	43.95	32.83%
资产总计	153.05	100.00%	133.87	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53.55亿元，占总资产的比重为34.99%，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-土地及房产的比重为55.76%，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16 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	31,000.00	22.99%	2.03%	保全
应收账款	100,000.00	49.29%	6.53%	质押
存货-土地及房产	318,247.27	55.76%	20.79%	担保抵押
固定资产	47,005.23	21.37%	3.07%	担保抵押
无形资产	11,165.60	99.99%	0.73%	担保抵押
投资性房地产	28,090.43	79.79%	1.84%	担保抵押
总计	535,508.53	-	34.99%	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务结构较为多元但整体盈利偏弱，外部支持对公司利润形成了有力补充

公司业务结构较为多元，代建业务、工程施工业务和资产租赁已成为贡献公司营业收入的三大业务板块；2022年公司实现营业收入29.53亿元，同比大幅增长，主要系工程代建项目结算规模较多，及公司大力拓展工程施工业务板块所致。业务可持续性方面，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；工程施工业务尚有一定待结算规模，该业务收入仍具有一定可持续性，工程回款情况整体较好，但盈利一般；资产租赁业务多签有长期租赁协议，该板块业务较为稳定，但受当期设备维护影响，毛利大幅下滑。

从利润构成来看，公司主业盈利能力偏弱，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1.99亿元，占同期利润总额的比重为111.07%。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	29.53	17.96
营业利润	1.93	1.33
其他收益	1.99	1.54
利润总额	1.79	1.32
销售毛利率	13.46%	16.84%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

随着在建项目推进及拓展工程施工业务造成较大垫资压力，2022年公司业务发展所需资金需求较大带动总债务规模增速较快；考虑到2023年公司存续债券偿付规模较大，且较大规模的在建及施工项目持续推进仍需要大量资金，预计中短期内公司债务规模将持续增加

随着公司在建项目持续推进，及拓展工程施工项目存在一定的垫资压力，2022年公司业务发展所需资金量较大，故公司维持较高的举债强度带动总负债增速较快；2022年末公司总负债75.64亿元，同比增长30.46%；其中，刚性债务比重上升至92.78%。

表18 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	3.22	4.25%	2.27	3.91%
应付账款	0.90	1.19%	1.72	2.97%
一年内到期的非流动负债	6.87	9.08%	6.82	11.77%
流动负债合计	19.15	25.31%	18.99	32.75%
长期借款	43.28	57.22%	29.22	50.39%
应付债券	12.23	16.16%	8.54	14.72%
长期应付款（合计）	0.99	1.31%	1.24	2.14%
非流动负债合计	56.49	74.69%	38.99	67.25%
负债合计	75.64	100.00%	57.98	100.00%
总债务	70.18	92.78%	51.28	88.45%
其中：短期债务	13.69	18.09%	12.29	21.20%

长期债务	56.49	74.69%	38.99	67.25%
------	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司总债务同比增长36.85%至70.18亿元。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超过70%。银行借款多有抵押和质押措施，授信方主要有国开行、农业发展银行、工商银行和建设银行等政策性银行和国有大型银行，及华容农商行、长沙银行、华融湘江银行等湖南地方性银行。2022年公司成功发行“22岳阳惠华债”，截至2022年末，公司应付债券余额（包括一年内到期部分）为15.03亿元，主要为一般企业债和一期私募债，发行主体均为公司本部；若考虑提前偿还条款，公司存续债券2023-2024年偿付规模较大，分别需要偿还债务本息6.72亿元、3.35亿元，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，借款机构为湖南省财信信托有限责任公司，处于正常偿付状态。从债务期限结构来看，2022年公司新增较多长期借款，公司债务以中长期为主，2022年末短期债务占比为19.50%。从到期债务分布来看，2023年公司面临一定集中偿付压力；截至2023年5月末，公司已完成“17岳阳惠华债01”提前偿还本息1.12亿元。

表19 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	一年以内	一年以上
银行借款	短期借款：4.20%-6.90% 长期借款：4.80%-7.00%	50.32	71.69%	7.04	43.28
债券融资	5.95%-6.90%	15.03	21.41%	2.80	12.23
非标融资	-	1.24	1.77%	0.25	0.99
其他融资	-	3.60	5.13%	3.60	-
合计	-	70.19	100.00%	13.69	56.50

注：（1）“-”表示未获取相关数据；（2）债券融资余额为审计口径，其他融资为应付票据；（3）银行借款余额包括长期应付款中余额为 1.24 亿元对华容县自来水有限责任公司的借款，该笔借款为华容县自来水有限责任公司从工商银行取得的借款拆借给公司使用，公司负责该笔借款本息偿还。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表20 截至 2023 年 6 月 15 日公司存续债券及未来三年到期分布情况（单位：亿元，%）

债券简称	发行规模	票面利率	特殊条款	回售日	2023 年	2024 年	2025 年
17 岳阳惠华债 02	9.00	5.96	债券提前偿还		2.01	1.91	
22 岳阳惠华债	6.50	5.95	债券提前偿还,回售	2027-01-21	0.39	0.39	1.69
17 岳阳惠华债 01	5.00	5.78	债券提前偿还		1.12	1.06	
21 惠华 01	3.00	6.90	经营维持承诺		3.21		
合计	23.50	-	-	-	6.72	3.35	1.69

注：债券融资到期分布已考虑提前偿还条款和当期偿付利息。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司资金需求主要来自于在建项目推进及拓展工程施工业务造成垫资压力，受此影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加至 40.37 亿元，经营活动净现金流仍为负，净流出 3.27 亿元。随着公司对政府归集资产进行梳理，补足出让金及契税，2022 年公司投资活动现金流净

流出 7.51 亿元。2022 年公司举债强度较高，新增较多银行借款及成功发行“22 岳阳惠华债”，净融资额大幅增加至 15.02 亿元。综合影响下，2022 年现金及现金等价物净增加额为 4.24 亿元。考虑到 2023 年公司存续债券偿付规模较大，且较大规模的在建及施工项目持续推进仍需要大量资金，预计中短期内公司债务规模将持续增加。

从偿债指标来看，随着公司债务规模增加，资产负债率上升至 49.42%。得益于当期业务回款及到位融资较多，公司保有货币资金大幅增加，现金对短期债务的保障能力有所改善。公司利润总额及 EBITDA 主要来源于华容县人民政府财政补贴，因当期公司获得的财政补贴增加，2022 年 EBITDA 利息保障倍数上升至 1.94。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
销售商品、提供劳务收到的现金	36.16	14.34
经营活动产生的现金流量净额	-3.27	-2.01
投资活动产生的现金流量净额	-7.51	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	15.02	1.31
现金及现金等价物净增加额	4.24	-0.71
资产负债率	49.42%	43.31%
现金短期债务比	0.99	0.74
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.78

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

公司的项目建设可能会面临一定环境风险

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》，过去一年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》，过去一年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。

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5月15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2022年末，公司对外担保金额4.05亿元，占年末净资产的比重为5.23%，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22 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	债权人	担保金额	担保期限	被担保方性质
华容县交通项目建设有限责任公司	光大银行岳阳分行	6,220.00	2018/2/12-2027/12/	国企
华容县交通项目建设有限责任公司	光大银行岳阳分行	1,280.00	2018/1/3-2027/12/4	国企
华容县湘盛农业建设投资有限公司	中国农业发展银行华容支行	11,062.50	2017/2/28-2030/12/30	国企
华容县湘盛农业建设投资有限公司	中国农业发展银行华容支行	18,437.50	2016/7/5-2030/12/30	国企
华容县鑫源农业发展有限公司	光大银行岳阳分行	3,500.00	2017/5/31-2027/5/30	国企
合计	-	40,500.00		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是岳阳市下属重要基础设施建设平台，岳阳市国资委持股比例55%，华容县人民政府持股比例45%。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，岳阳市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与岳阳市人民政府的联系中等。公司系岳阳市人民政府下属主要国有企业，岳阳市人民政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，预计未来与岳阳市人民政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对岳阳市人民政府非常重要。作为华容县主要的基础设施建设主体，公司承担了华容县基础设施、棚户区改造和土地整理开发等项目，业务在区域内具有一定专营性，代建业务收入是公司的主要收入来源之一，在基础设施建设方面对岳阳市有一定贡献，且公司已在公开市场发债。

九、债券偿还保障分析

由湖南融担集团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

根据湖南融担集团出具的担保函，湖南融担集团为“22惠华债/22岳阳惠华债”提供的担保范围包

括“22惠华债/22岳阳惠华债”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”存续期及到期之日起两年。经国家发展和改革委员会注册，“22惠华债/22岳阳惠华债”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23 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24 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25 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，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

岳阳市经济总量处湖南省第二位，华容县拥有纺织服装、食品加工两大百亿产业，近年经济保持增长，经济总量在岳阳市下辖区县中排名靠前，为公司发展提供了良好的外部环境。作为华容县重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，公司收入结构较为多元且业务可持续性较好，工程代建业务在区域内具有一定专营性，且在财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持。但公司资产主要由项目建设形成的存货及在建工程构成，叠加应收类款项持续累积，流动性及收益性弱，较大规模的在建及施工项目持续推进仍需要大量资金，公司面临较大的资金压力，较高的举债强度带动总负债增速较快，2023-2024年存续债券偿付规模较大，公司面临一定的债务压力和或有负债风险。总体而言，公司抗风险能力尚可。

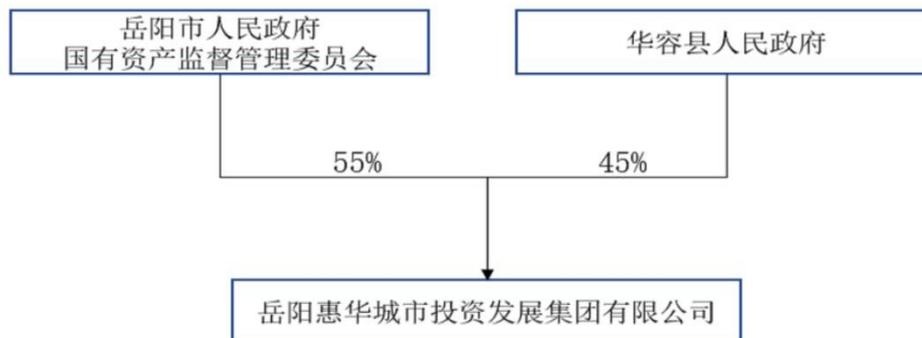
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22惠华债/22岳阳惠华债”的信用等级为AAA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	13.48	9.14	10.86
应收账款	20.29	19.75	18.00
应收票据及应收账款	20.29	19.75	18.00
存货	70.88	57.44	45.28
流动资产合计	108.57	89.92	76.96
固定资产	22.00	23.41	24.63
在建工程	13.28	11.36	8.27
非流动资产合计	44.48	43.95	39.66
资产总计	153.05	133.87	116.62
短期借款	3.22	2.27	2.03
应付账款	0.90	1.72	0.41
一年内到期的非流动负债	6.87	6.82	4.55
流动负债合计	19.15	18.99	17.52
长期借款	43.28	29.22	24.35
应付债券	12.23	8.54	8.32
长期应付款	0.99	1.24	1.74
非流动负债合计	56.49	38.99	34.41
负债合计	75.64	57.98	51.93
其中：短期债务	13.69	12.29	10.44
总债务	70.18	51.28	43.11
所有者权益	77.41	75.89	64.69
营业收入	29.53	17.96	15.83
营业利润	1.93	1.33	1.61
其他收益	1.99	1.54	1.39
利润总额	1.79	1.32	1.60
经营活动产生的现金流量净额	-3.27	-2.01	3.52
投资活动产生的现金流量净额	-7.51	-0.01	1.55
筹资活动产生的现金流量净额	15.02	1.31	0.67
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	13.46%	16.84%	18.68%
资产负债率	49.42%	43.31%	44.53%
短期债务/总债务	19.50%	23.96%	24.22%
现金短期债务比	0.99	0.74	1.04
EBITDA（亿元）	6.34	5.41	5.40
EBITDA 利息保障倍数	1.94	1.78	2.03

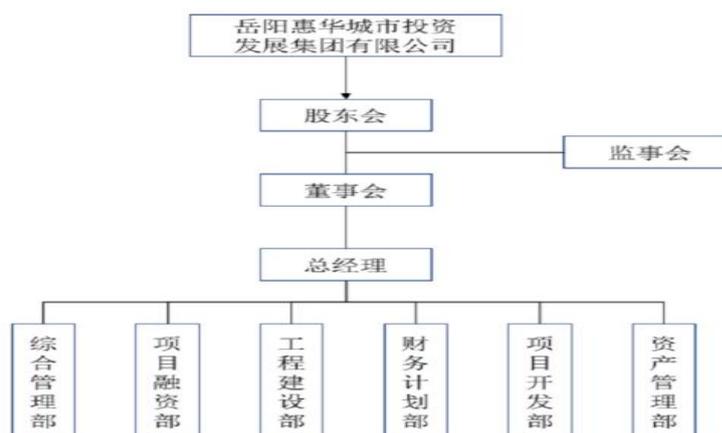
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
华容县华城房地产开发有限公司	100%	房地产开发	设立
开元发展华容投资有限责任公司	100%	建设投资	设立
华容华盛建设有限公司	100%	建材销售	设立
华容县盛源资产经营有限责任公司	100%	咨询	设立
华容水利水电建筑工程有限公司	100%	工程施工	注入
华容华建劳务有限公司	100%	工程施工	设立
华容县华农水务有限责任公司	100%	工程施工	设立
岳阳惠硕国际贸易有限责任公司	100%	综合	设立
岳阳惠盛置业有限责任公司	100%	房地产开发	设立
湖南章华实业开发有限责任公司	100%	综合	设立
华容县湘惠服装有限责任公司	100%	服装销售	购买
华容县华兴文化旅游有限公司	51%	旅游咨询	设立
湖南金地投资发展有限公司	51%	管理咨询	设立
华容县金地自然生态系统保护管理有限公司	51%	投资	设立

资料来源：公司 2022 年审计报告，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。