



# 2021年龙山县城市建设投资开发有限公司公司债券、2021年龙山县城市建设投资开发有限公司公司债券（第二期） 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年龙山县城市建设投资开发有限公司公司债券、2021年龙山县城市建设投资开发有限公司公司债券（第二期）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
21 龙山债/21 龙山城投债	AAA	AAA
21 龙山 02/21 龙山城投 02	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：龙山县城市建设投资开发有限公司（以下简称“龙山城投”或“公司”）作为龙山县重要的基础设施建设主体，基础设施类业务重要性突出，业务可持续性较好，并在财政补贴方面持续获得较大的外部支持，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两期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，随着货币资金大幅下滑及短期债务攀升，公司面临较大的债务压力和资金压力，并存在一定的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。公司为龙山县重要的基础设施建设主体，业务在区域内持续性仍较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年6月27日

## 联系方式

**项目负责人：**陈良玮  
 chenlw@cspengyuan.com

**项目组成员：**蒋申  
 jiangsh@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872643

## 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	174.03	147.01	131.09
所有者权益	72.59	71.92	69.02
总债务	43.57	41.54	36.08
资产负债率	58.29%	51.08%	47.35%
现金短期债务比	0.59	1.28	0.53
营业收入	3.03	2.78	3.90
其他收益	1.00	0.89	0.91
利润总额	0.85	0.99	0.97
销售毛利率	8.96%	13.42%	11.38%
EBITDA	1.01	1.16	1.13
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.65	0.60
经营活动现金流净额	-0.96	2.65	1.34

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **作为龙山县重要的基础设施建设主体，公司基础设施类业务重要性突出，业务可持续性较好。**公司承接了龙山县基础设施、棚户区改造、土地整理开发等项目，并有一定规模的保障房项目销售收入，截至 2022 年末，公司主要在建代建项目计划总投资规模较大，且在建工程、存货-开发成本中公司尚未结算的代建项目已投资规模较大，未来基础设施建设业务可持续性较好。
- **公司在财政补贴方面持续获得较大的外部支持。**作为龙山县重要的基础设施建设主体，2022 年公司共获得政府补助 1.00 亿元，占当年利润总额的 117.76%，有效提升了公司的利润水平。
- **湖南融担集团提供的保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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“21 龙山债/21 龙山城投债”和“21 龙山 02/21 龙山城投 02”的信用水平。

## 关注

- **资产主要由基础设施建设项目形成的存货及在建工程构成，叠加应收类款项持续累积，流动性较弱。**由于公司承接的代建项目和保障房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和在建工程中，并且因代建业务产生的对龙山县政府部门及区域内国有企业的应收类款项持续累积，截至 2022 年末，上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的 80%，对其资产变现能力造成较大影响。
- **随着货币资金大幅下滑及短期债务攀升，公司面临较大的债务压力。**随着拆借款大幅增加推升总负债规模，截至 2022 年末，公司资产负债率升至 58.29%。随着短期债务增加，叠加在建持续推进及债务净偿还导致公司保有货币资金大幅下滑，现金短期债务比大幅下滑至 0.59；因当期公司获得的财政补贴下降，2022 年 EBITDA 利息保障倍数下滑至 0.49。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2022 年末，公司主要在建项目尚需投资额为 17.52 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 10.80 亿元，与期末净资产之比为 14.88%，其中，对民营企业龙山县北控威保特环境科技有限公司的担保金额为 500.00 万元，其他均为当期国企，公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	2/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	2/7		财务状况	4/7
	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
<b>个体信用状况</b>					<b>bbb+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>4</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

### 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 bbb+，反映了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。

### 外部特殊支持

- 公司是龙山县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，龙山县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与龙山县人民的联系非常紧密及对龙山县人民政府非常重要。

### 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	AAA	2022-6-27	张涛、蒋申	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AAA	2021-5-31	邹火雄、汪永乐	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
21 龙山债/21 龙山城投债	2.50	2.50	2022-6-27	2028-08-11
21 龙山 02/21 龙山城投 02	2.50	2.50	2022-6-27	2028-09-13

## 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

公司分别于2021年8月、2021年9月公开发行均为7年期的“21龙山债/21龙山城投债”和“21龙山02/21龙山城投02”，发行规模均为2.50亿元（合计5.00亿元）；募集资金中3.00亿元计划用于龙山县中医药健康科技产业园建设项目（以下简称“募投项目”），2.00亿元用于补充营运资金。截至2022年末，两期债券募集资金专项账户余额为2.79亿元。

## 三、发行主体概况

2022年，公司名称、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，公司注册资本为10亿元，实收资本为8.53亿元，股东龙山县人民政府（以下简称“龙山县政府”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股比例仍分别为85.32%和14.68%，龙山县政府仍为公司控股股东及实际控制人。

公司系龙山县重要的城市基础设施建设主体，主要从事龙山县内基础设施、保障性住房等建设业务。2022年公司无偿划出两家子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司合计14家，具体见附录四。

**表1 2022年公司不再纳入合并报表范围的子公司情况（单位：%、亿元）**

子公司名称	股权比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并范围原因
龙山县兴诚乡村发展有限公司	100.00	1.00	市场管理服务；粮油和其他应急物资储备及交易等	无偿划出
龙山县净源污水处理有限公司	100.00	0.50	污水处理及其再生利用等	无偿划出

资料来源：公司 2022 年审计报告，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

**龙山县隶属于湘西州，位于湖南省西北边陲，境内农林业发达、旅游资源较为丰富；近年经济保持增长，但经济水平较为落后且财政实力弱**

**区位特征：龙山县位于湘西北边陲，地处武陵山区腹地，境内农林业发达、旅游资源较为丰富。**龙山县隶属于湘西州，位于湖南省西北边陲，辖4个街道、12个镇、5个乡，境内有黔张常铁路、吉恩高速、黔张高速交汇，交通便捷程度一般。县内农林业发达，百合、烤烟、柑橘等为其代表性产品，其中百合的产量及销量均位于全国之首。2011年国务院批复成立龙山来凤经济协作示范区，在湖南龙山县与湖北来凤县全面开展农业合作。县内森林覆盖率达71.2%，是湖南省首个林业碳汇工程试点县。旅游资源方面，有八面山、乌龙山大峡谷、洛塔石林等资源为代表的乌龙山国家地质公园及秦简文化的核心区里耶古城，其中，太平山景区及继里耶古城景区均为国家4A级景区。龙山县内少数民族众多，以土家族、苗族为主的16个少数民族人口占全县总人口的81%。截至2022年末，全县常住人口46.36万人，较第六次人口普查减少3.80万人。



**图1 龙山县区位图**

**图2 龙山县县域协同发展规划图**


资料来源：龙山县政府官网、高德地图，中证鹏元整理

**经济发展水平：龙山县经济实力保持增长，经济水平较为落后。**近年来龙山县经济实力保持增长，2022年地区GDP为109.37亿元，同比增速为4.0%，在湘西州下辖8个区县中排名第二；人均GDP为23,476.00元，是同期全国人均GDP的27.39%，属于较落后地区。2022年三次产业结构比为25.6：19.4：55.0，第三产业为当地支柱性产业。

在工业投资大幅增长推动下，2022年龙山县固定资产投资增速大幅增长，2022年增速为9.4%；在房地产市场下行背景下，全县房地产市场疲弱，2022年房地产开发投资24.60亿元，同比下降2.1%，商品房销售额12.74亿元，同比下降41.3%。社会消费品零售总额受居民收入预期影响存在较大波动，2022年同比增长1.9%。

**表2 2022年湘西州县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
吉首市	229.11	4.4%	53,455.44	13.41
<b>龙山县</b>	<b>109.37</b>	4.0%	<b>23,476.00</b>	<b>8.40</b>
永顺县	100.2	4.6%	24,662.00	5.67
凤凰县	99.46	3.2%	28,279.78	8.65
泸溪县	82.01	5.1%	34,987.00	4.56
花垣县	81.85	1.4%	33,866.00	6.21
保靖县	80.49	3.3%	34,934.90	-
古丈县	35.03	3.6%	32,700.00	2.89

注：吉首市、凤凰县和保靖县人均GDP根据2022年末常住人口计算，其他地区人均GDP为当地2022年国民经济和社会发展统计公报数据。

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 龙山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（GDP）	109.37	4.0%	106.00	8.40%	98.86	3.10%
固定资产投资		9.4%	-	-4.90%	-	4.10%
社会消费品零售总额	34.62	1.9%	33.97	13.10%	30.04	-4.2%
人均 GDP（元）		23,476		22,445		20,409
人均 GDP/全国人均 GDP		27.39%		27.72%		28.29%

注：2020年人均 GDP 根据第七次全国人口普查公报常住人口计算。

资料来源：2020-2022年龙山县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：龙山县以文旅产业为支柱，同时与湖北省来凤县开展农业合作，近年来文旅与农业均发展较快。**县内旅游资源丰富，有八面山、乌龙山大峡谷、洛塔石林等自然景观和里耶古城遗址等历史人文景观。其中里耶考古遗迹的开发得到政府政策大力支持，湖南省将龙山县纳入 20 个旅游重点县之一。2022 年，龙山县投资约 8 亿元，实施 12 个文旅项目建设，里耶八面山景区成功创建省级旅游度假区，八面山居成功创建五星级乡村旅游区，并入选“2022 中国县域旅游发展潜力百强县市”；共接待国内外游客 504.42 万人次，实现旅游收入 48.15 亿元，分别比上年增长 17.4% 和 17.32%。

自 2011 年国务院在龙山县与来凤县成立经济协作示范区以来，龙凤示范区已基本形成了百合、烤烟、柑橘、粮食、蔬菜、薯类、中药材和畜牧水产等农业支柱产业；龙山县是全国百合种植面积最大的县，年产值约 10 亿元左右。

**财政及债务水平：龙山县财政实力较弱，财政自给率低。**近年龙山县一般公共预算收入有所增加，但财政自给能力仍在 20% 以下，财政自给率较低。随着全国房地产市场景气度下行，龙山县土地出让表现不佳，政府性基金收入持续大幅下滑。整体而言，龙山县财政实力较弱。

**表4 龙山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	8.40	7.65	6.24
税收收入占比	70.00%	66.14%	67.47%
财政自给率	15.11%	14.38%	11.20%
政府性基金收入	9.74	4.54	14.02
地方政府性债务余额	53.59	47.10	36.08

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）2022 年政府性基金收入和地方政府性债务余额为。

资料来源：龙山县 2020-2021 年财政决算公开、2022 年国民经济和社会发展统计公报、龙山县 2022 年财政预算执行情况和 2023 年财政预算（草案）的报告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为龙山县重要的基础设施建设主体，目前公司较多承接了龙山县基础设施、棚户区改造、整理等大型项目，并有一定规模的保障房项目销售收入，目前代建基础设施项目充足，将为公司带来一定

### 的收入来源；但收入结构较为单一，未来需关注已完工代建项目后续结算及回款进度

公司系龙山县重要的城市基础设施建设主体，主要从事龙山县内基础设施、保障性住房等建设业务。公司业务结构较为单一，营业收入主要来自基础设施建设和保障性住房销售收入，2022年两项业务占公司营业收入的比重为84.22%，但随政府结算进度和保障房去化情况存在一定波动。公司其他业务主要系工程建筑、租赁、销售墓地及殡葬服务等，为公司业务发展提供一定补充。

毛利率方面，由于收入占比较高的基础设施代建业务收入毛利率下滑，保障性住房销售业务由于结转部分成本较高亏损，且工程施工业务受人力等成本上升及补缴税款影响毛利率大幅下滑，2022年公司销售毛利率下滑至8.96%。

**表5 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
基础设施建设收入	21,382.75	14.17%	70.68%	17,441.66	16.67%	62.68%
保障性住房销售收入	4,097.26	-10.85%	13.54%	4,838.81	4.99%	17.39%
<b>主营业务收入</b>	<b>25,480.01</b>	<b>10.14%</b>	<b>84.22%</b>	<b>22,280.47</b>	<b>14.13%</b>	<b>80.06%</b>
工程施工收入	3,345.87	-25.94%	11.06%	4,403.05	9.19%	15.82%
其他	1,427.27	69.61%	4.72%	1,144.89	15.91%	4.11%
<b>其他业务收入</b>	<b>4,773.14</b>	<b>2.63%</b>	<b>15.78%</b>	<b>5,547.94</b>	<b>10.58%</b>	<b>19.94%</b>
<b>合计</b>	<b>30,253.15</b>	<b>8.96%</b>	<b>100.00%</b>	<b>27,828.42</b>	<b>13.42%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

作为龙山县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，但需关注已完工项目后续结算及回款进度；募投项目建设进度远不达预期，未来需持续关注募投项目建设进度和收益实现情况

公司为龙山县主要的城市基础设施投融资及建设主体，负责龙山县重点项目的投资与建设。根据项目类型，具体建设由公司本部及子公司龙山县果利河城市建设投资有限责任公司、龙山县保障性安居工程建设有限责任公司（以下简称“保障房公司”）、龙山县教育建设投资有限责任公司、龙山县龙元水利水电有限责任公司（以下简称“水利水电”）负责。公司及子公司每年根据与龙山县政府签署的《代建项目投资确认书》，以公司承建项目的年度投资额，加上项目管理服务费（按年度投资的20%计算）作为工程项目的价款结算依据。

2022年公司实现基础设施建设收入2.14亿元，较上年增幅较大，均来源于体育中心项目。毛利率方面，基础设施代建业务收入仍按照投资额的20%加成确认，因当期代建收入抵扣进项税额后需计缴增值税，2022年公司代建业务收入毛利率下滑至14.17%。

**表6 2022年公司基础设施代建业务收入成本明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入（含税）	结转成本
------	----------	------

体育中心	22,024.23	18,353.53
------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建代建项目计划总投资额为33.88亿元，已投资26.13亿元，至少尚需投资额为13.42亿元，且在建工程、存货-开发成本中公司尚未结算的代建项目已投资规模较大，未来基础设施建设业务可持续性较好，但需关注已完工项目后续结算及回款进度。

龙山县中医药健康科技产业园建设项目为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”募投项目，计划总投资4.63亿元，从2020年12月开始建设，建设工期为2年，预计2022年12月竣工验收，截至2022年末，建设进度为11.45%，远不达预期。该项目规划总用地面积180,000.90平方米，总建筑面积239,401.20平方米，停车位1,197个，建设内容包括四个片区的厂房以及配套设施的建设，预计收入主要为园区内标准厂房的销售及租赁收入、物业管理收入和停车场停车收入等，在项目运营期内预计实现收入8.66亿元。受招商引资、地区经济发展水平等因素影响，“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”募投项目能否实现预期收益存在较大不确定性，未来需持续关注募投项目建设进度和收益实现情况。

**表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资	模式
城市中心片区棚户区改造	7.72	6.63	1.09	代建
体育中心	5.60	7.91	-	代建
市民之家	5.39	2.37	3.02	代建
民安街道城市棚户区改造项目（三期）	4.35	1.28	3.07	代建
里耶文化生态景区基础设施	3.99	1.02	2.97	代建
职业教育中心建设	3.58	2.30	1.28	代建
原湘鄂路	3.25	1.26	1.99	代建
土地开发整理项目	-	3.36	-	代建
<b>基础设施工程项目小计</b>	<b>33.88</b>	<b>26.13</b>	<b>13.42</b>	-
龙山县中医药健康科技产业园建设项目*	4.63	0.53	4.10	自营
<b>合计</b>	<b>38.51</b>	<b>26.66</b>	<b>17.52</b>	-

注：龙山县中医药健康科技产业园建设项目为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司保障性住房未来能持续贡献一定收入，需持续关注保障房去化情况

公司负责龙山县内保障性住房项目建设，该业务主要由保障房公司负责运营。公司通过自有资金或市场化融资建设安置房项目（包括配套商业），项目竣工决算后，将保障性住房安置部分按政府指导价定向销售，剩余住宅、配套商铺和车位可对外销售或者出租取得收入，完成销售后确认保障性住房收入并结转相应建设成本。

2022年公司确认保障性住房销售收入0.41亿元，同比下滑15.33%，主要系存量保障房去化不佳所致。截至2022年末，公司负责开发建设的主要保障房项目共3个，规划建筑面积合计为42.13万平方米，剩余

可销售面积为15.79万平方米。毛利率方面，保障性住房建设业务属于政策性业务，2022年受当期结转保障房项目建设成本较高影响，毛利率下滑至-10.85%。

**表8 截至2022年末公司在售在建保障房项目情况（单位：万元、万平方米）**

项目名称	总建筑面积	累计销售面积	剩余可销售面积	2022年结转收入 (含税)
华塘商居城（二期）	19.87	17.17	2.70	2,343.67
华塘商居城（三期）	9.05	1.34	7.71	
土城坝保障房	13.21	7.83	5.38	1,883.92
<b>合计</b>	<b>42.13</b>	<b>26.34</b>	<b>15.79</b>	<b>4,227.59</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 工程建筑为公司收入提供一定补充，但收入规模存在一定波动

公司工程建筑业务由子公司龙山县龙元水利水电有限责任公司（以下简称“龙元水利水电”）负责，龙元水利水电是一家综合性施工企业，具有建筑工程施工总承包叁级、市政公用工程施工总承包叁级、建筑装饰装修工程专业承包贰级、水利水电工程施工总承包贰级及环保工程专业承包叁级等资质。龙元水利水电以市场化经营为导向，经营模式主要为水利水电参与市场竞标，中标后负责工程的承建，工程款结算模式随水利水电与发包单位签订的合同条款约定而不同。

受工程施工项目建设进度影响，2022年公司工程建筑收入同比下滑24.01%；毛利率方面，受人力及施工原材料上涨等因素，且当期补缴税款影响，工程施工业务毛利率大幅下滑至-25.94%。

#### 公司在财政补贴方面持续获得较大的外部支持

作为龙山县重要的基础设施建设主体，2022年公司共获得政府补助1.00亿元，占当年利润总额的117.76%，有效提升了公司的利润水平。

**表9 2022年政府支持情况（单位：万元）**

财政补贴			
龙山县财政局	《关于给予龙山县城市建设投资开发有限公司财政补贴的通知》	货币资金	8,655.12
龙山县财政局	-	货币资金	1,335.18
-	<b>合计</b>	-	<b>9,990.30</b>

资料来源：公司2022年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司无偿划出两家子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司合计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，资产主要由基础设施类业务形成的存货及在建公司构成，叠加应收类款项持续累积，流动性较弱

随着公司在建项目的推进和往来款大幅增加，2022年末公司总资产同比增长18.38%；但主要依赖于负债推动，受此影响，2022年末公司产权比率上升至139.75%。公司所有者权益主要由实收资本及由政府划拨的土地、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略有增长。

图3 公司资本结构

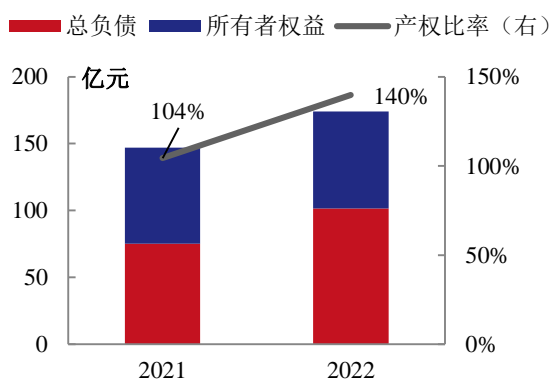
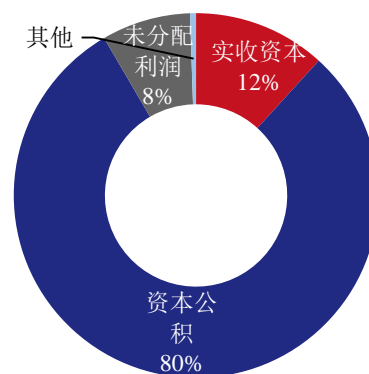


图4 2022年末公司所有者权益构成



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

公司业务结构较为单一，基础设施建设业务是公司最主要的收入来源，由于公司承接的代建项目和保障房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和在建工程中，并且因代建业务产生的对龙山县政府部门及区域内国有企业的应收类款项持续累积，2022年末上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的80%，对其资产变现能力造成较大影响。

具体来看，公司基础设施类项目按是否与委托方签订对应代建协议分别列示于存货-开发成本和在建工程，其中，存货-开发成本主要包括保障房项目、部分代建项目开发成本，2022年末开发成本账面价值28.74亿元，同比大幅增长，主要系将在建工程中的补签协议的学校迁建类项目重分类至存货-开发成本所致；公司其他代建项目及募投项目于在建工程中列示，随着代建项目结算、市民之家项目完工并转入固定资产及部分代建项目重分类，2022年末在建工程账面价值同比下滑21.61%至26.64亿元。受子公司划出影响，截至2022年末，公司存货-库存土地账面价值42.45亿元，较上年减少1.03亿元，共计41宗土地使用权/房产，土地用途以商业住宅为主，账面价值24.78亿元的土地已抵押。应收款项以应收龙山县政府部门工程结算款及与当地国企、事业单位的往来款为主，另有因易地扶贫搬迁项目形成结算的长期应收款项，回收时间存在一定不确定性，对公司运营资金形成较大占用。受在建持续推进消耗大量货币资金及偿还较多到期债务影响，公司保有货币资金下滑至4.26亿元。

**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	4.26	2.45%	5.75	3.91%
应收账款	5.82	3.35%	6.44	4.38%
其他应收款	43.88	25.21%	26.52	18.04%
存货	71.19	40.91%	57.19	38.90%
<b>流动资产合计</b>	<b>126.77</b>	<b>72.84%</b>	<b>96.75</b>	<b>65.81%</b>
长期应收款	9.98	5.74%	9.64	6.56%
在建工程	26.64	15.31%	33.98	23.12%
<b>非流动资产合计</b>	<b>47.26</b>	<b>27.16%</b>	<b>50.26</b>	<b>34.19%</b>
<b>资产总计</b>	<b>174.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>147.01</b>	<b>100.00%</b>

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29.74亿元，占总资产的比重为17.09%，受限比例较高；以存货中的存量土地为主，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 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
在建工程	46,393.28	17.41%	2.67%	担保抵押
存货	247,796.99	35.31%	14.24%	担保抵押
固定资产	3,213.74	4.04%	0.18%	担保抵押
<b>总计</b>	<b>297,404.01</b>	<b>-</b>	<b>17.09%</b>	<b>-</b>

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，外部支持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，保障性住房销售及工程建筑业务对公司营业收入形成重要补充，但存在一定波动。公司作为龙山县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。

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1.00亿元，占同期利润总额的比重为117.76%。

**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	3.03	2.78
营业利润	0.88	1.00
其他收益	1.00	0.89
利润总额	0.85	0.99

销售毛利率	8.96%	13.42%
-------	-------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

2022年公司总债务不断攀升，债务类型及渠道较单一，银行借款是公司最主要的融资渠道，但授信方以当地村镇银行及农商行为主，融资成本相对较高；在建持续推进及债务净偿还导致公司保有货币资金大幅下滑，公司面临较大债务压力

随着公司往来拆借款大幅增加及维持一定的举债强度，2022年末总负债规模达101.44亿元，同比增长35.10%，其中，拆借款比重大幅抬升45.31%，刚性债务占比为42.95%。

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	0.30	0.30%	0.30	0.40%
其他应付款	45.96	45.31%	21.56	28.71%
一年内到期的非流动负债	6.93	6.83%	4.20	5.60%
<b>流动负债合计</b>	<b>53.71</b>	<b>52.95%</b>	<b>27.08</b>	<b>36.07%</b>
长期借款	29.45	29.03%	29.89	39.80%
应付债券	4.65	4.58%	4.60	6.13%
长期应付款（合计）	13.64	13.45%	13.52	18.01%
<b>非流动负债合计</b>	<b>47.73</b>	<b>47.05%</b>	<b>48.01</b>	<b>63.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>101.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>75.09</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	<b>43.57</b>	<b>42.95%</b>	<b>41.54</b>	<b>55.32%</b>
其中：短期债务	7.23	7.13%	4.50	6.00%
长期债务	36.34	35.82%	37.04	49.32%

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4.90%至43.57亿元。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60%。银行借款多有抵押、质押和保证措施，授信方除国开行、农业发展银行和农业银行等外，多为当地村镇银行或农商行，包括湖南龙山农村商业银行股份有限公司、湘西长行村镇银行股份有限公司，当地村镇银行或农商行借款成本相对较高，多在7.50%-9.00%左右。截至2022年末，公司应付债券余额（包括一年内到期部分）为4.65亿元，分别为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”，设有提前偿还及回售条款，未来三年公司分别需要偿还债务本息0.33亿元、1.33亿元和1.26亿元，并将于2026年进入回售期，届时需关注公司后续偿债安排及资金筹备情况。其他融资主要为公司从中国农发重点建设基金有限公司、国开发展基金有限公司和湖南省扶贫投资开发有限公司取得的带有“明股实债”性质的款项或项目建设基金，融资成本为1.2%，该部分款项成本较低且期限较长。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16.60%，2023年公司需偿还到期债务规模为7.23亿元。

因债务偿付压力较大，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年其他应付款同比大幅增长，占比抬升至45.31%。

**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	一年以内	一年以上
银行借款	短期借款：5.10% 长期借款：4.35%-9.00%	36.48	62.45%	7.03	29.45
债券融资	5.95%-6.90%	4.65	32.87%	-	4.65
其他融资	1.20%	2.46	4.68%	0.21	2.25
<b>合计</b>	-	<b>43.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.23</b>	<b>36.34</b>

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
21 龙山城投02	2.50	6.50%	债券提前偿还，回售	2026-09-13	0.16	0.66	0.63
21 龙山城投债	2.50	6.50%	债券提前偿还，回售	2026-08-11	0.16	0.66	0.63
<b>合计</b>	<b>23.50</b>	-	-	-	<b>0.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.26</b>

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：公司提供

随着拆借款大幅增加推升总负债规模，截至2022年末，公司资产负债率升至58.29%。随着短期债务增加，叠加在建持续推进及债务净偿还导致公司保有货币资金大幅下滑，现金短期债务比大幅下滑至0.59。公司利润总额及EBITDA主要来源于龙山县人民政府财政补贴，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16 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	58.29%	51.08%
现金短期债务比	0.59	1.28
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.65

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

### 公司的项目建设业务可能会面临一定环境风险

环境方面，公司的项目建设、工程施工业务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，根据公开查询，公司于2022年11月、2023年1月和2023年5月多次因违反税收管理规定而被当地税务局要求限期整改，并于2022年7月因未依法履行职责被龙山县林业局处罚。

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25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，公司对外担保金额合计10.80亿元，与期末净资产之比为14.88%，其中，对民营企业龙山县北控威保特环境科技有限公司的担保金额为500.00万元，其他均为当期国企，公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保对象	担保余额	担保起始日	担保到期日
龙山县里耶古城旅游投资经营有限责任公司	29,000.00	2020/12/30	2039/12/30
龙山县里耶古城旅游投资经营有限责任公司	13,000.00	2021/1/8	2039/12/29
龙山县里耶古城旅游投资经营有限责任公司	9,000.00	2021/10/29	2039/12/29
龙山县兴诚乡村发展有限公司给	7,556.98	2022/10/21	2037/9/25
龙山县惹巴拉旅游投资有限责任公司	13,000.00	2019/12/27	2026/11/23
龙山县北控威保特环境科技有限公司	500.00	2021/6/25	2026/6/24
龙山县恒兴工业集中区投资开发有限责任公司	20,000.00	2021/10/29	2036/10/28
龙山县远大道路桥梁有限责任公司	1,000.00	2021/7/26	2025/7/26
龙山县城镇供水公司	800.00	2021/11/24	2024/11/23
龙山县毕兹卡酒店管理有限责任公司	2,300.00	2021/11/24	2024/11/23
龙山县远大道路桥梁有限责任公司	1,000.00	2021/07/26	2025/7/26
龙山县净源污水处理有限公司给	3,000.00	2022/10/27	2025/10/27
龙山县净源污水处理有限公司给	2,300.00	2022/10/27	2025/10/27
龙山县创晶新能源科技有限公司	3,800.00	2022/1/18	2024/1/27
龙山县富乡资产经营有限公司	1,700.00	2022/12/29	2023/12/29
<b>合计</b>	<b>107,956.98</b>		

资料来源：公司提供

## 八、外部支持分析

公司是龙山县下属重要基础设施建设平台，龙山县人民政府直接持有公司85.32%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，龙山县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) 公司与龙山县人民政府的联系非常紧密。公司系龙山县人民政府下属主要国有企业，预计未来与龙山县人民政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对龙山县人民政府非常重要。作为龙山县主要的基础设施建设主体，公司承担了龙山县基础设施、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龙山县贡献很大，且公司已在公开市场发债。

## 九、债券偿还保障分析

**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有效提升“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”的信用水平**

根据湖南融担集团为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”出具的担保函，湖南融担集团承诺为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”的本金、利息、违约金、损害赔偿金、及实现债权的费用，保证期间为“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”存续期及债券到期之日起两年。经国家发展和改革委员会注册，“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”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的书面同意（公司行使调整利率选择权除外）。未经湖南融担集团书面同意而加重其担保责任的，湖南融担集团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%
<b>营业收入合计</b>	<b>7.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.18</b>	<b>100.00%</b>

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，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“21 龙山债/21 龙山城投债”及“21 龙山 02/21 龙山城投 02”的信用水平。

## 十、结论

公司作为龙山县重要的基础设施建设主体，基础设施类业务重要性突出，业务可持续性较好，并在财政补贴方面持续获得较大的外部支持。但中证鹏元也关注到，公司资产主要由基础设施建设项目形成

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；随着货币资金大幅下滑及短期债务攀升，公司面临较大的债务压力和资金压力且存在一定的或有负债等风险因素。综上，公司抗风险能力尚可。此外，保证担保有效提升了“21龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”的信用水平。

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龙山债/21龙山城投债”及“21龙山02/21龙山城投02”的信用等级均为AAA。

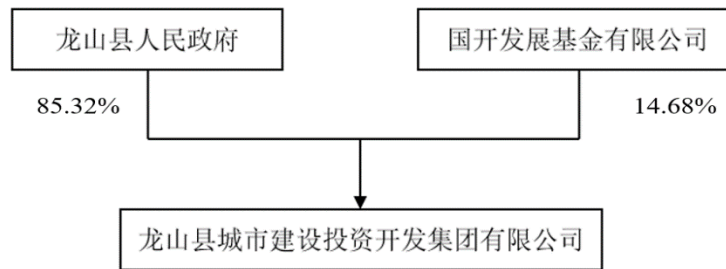
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.26	5.75	3.41
其他应收款（合计）	43.88	26.52	25.20
其他应收款	43.88	26.52	25.20
存货	71.19	57.19	54.77
流动资产合计	126.77	96.75	88.23
固定资产	7.96	4.07	2.66
在建工程	26.64	33.98	28.51
非流动资产合计	47.26	50.26	42.86
资产总计	174.03	147.01	131.09
短期借款	0.30	0.30	0.85
应付账款	0.10	0.44	0.23
其他应付款（合计）	45.96	21.56	16.01
一年内到期的非流动负债	6.93	4.20	5.58
流动负债合计	53.71	27.08	23.60
长期借款	29.45	29.89	26.95
应付债券	4.65	4.60	0.00
长期应付款（合计）	13.64	13.52	11.53
非流动负债合计	47.73	48.01	38.48
负债合计	101.44	75.09	62.08
其中：短期债务	7.23	4.50	6.43
总债务	43.57	41.54	36.08
所有者权益	72.59	71.92	69.02
营业收入	3.03	2.78	3.90
营业利润	0.88	1.00	0.99
其他收益	1.00	0.89	0.91
利润总额	0.85	0.99	0.97
经营活动产生的现金流量净额	-0.96	2.65	1.34
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-3.24	-8.54
筹资活动产生的现金流量净额	-0.32	2.93	6.94
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	8.96%	13.42%	11.38%
资产负债率	58.29%	51.08%	47.35%
短期债务/总债务	16.60%	10.84%	17.81%
现金短期债务比	0.59	1.28	0.53
EBITDA（亿元）	1.01	1.16	1.13
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.65	0.60

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

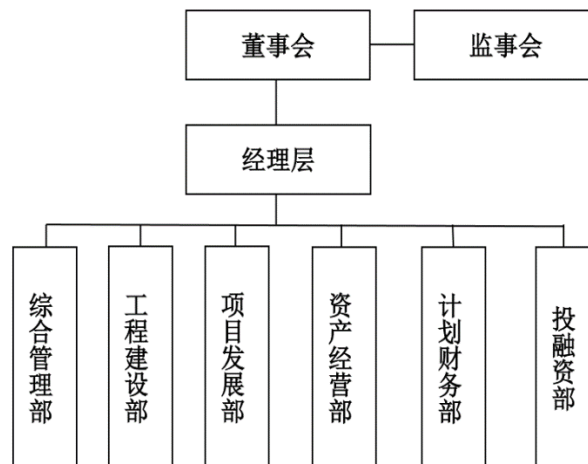


## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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（单位：万元，%）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
龙山县果利河城市建设投资有限责任公司	50,000.00	100.00	房地产业
龙山县民兴社会事业发展有限公司	10,000.00	100.00	房地产业
龙山县悠山陵殡葬综合服务有限责任公司	10,000.00	100.00	居民服务、修理和其他服务业
龙山县龙发房地产开发有限公司	800.00	100.00	建筑业
龙山县为民城市管理服务有限公司	1,000.00	100.00	水利、环境和公共设施管理业
龙山县保障性安居工程建设有限责任公司	10,000.00	90.00	建筑业
龙山建国饭店有限公司	2,000.00	90.00	住宿和餐饮业
龙山县龙元水利水电有限责任公司	20,000.00	87.50	水利、环境和公共设施管理业
龙山县龙利水电有限责任公司	1,500.00	87.50	电力、热力、燃气及水生产和供应业
龙山县龙洁供水有限责任公司	1,000.00	87.50	电力、热力、燃气及水生产和供应业
龙山县龙达水利水电勘测设计有限公司	100.00	87.50	科学研究和技术服务业
龙山县智慧城市运营管理有限公司	30,000.00	100.00	龙山县智慧城市建设
龙山县正平建筑材料检测有限公司	10,000.00	100.00	地基基础工程、主体结构工程现场等各项检测业务
龙山龙联石化有限公司	3,500.00	50.00	石化贸易

资料来源：公司 2022 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，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。