

2014 年岳阳惠临投资发展有限公司

湘江流域重金属污染治理公司债券

2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【475】号 01

债券简称: 14 岳阳惠临
债/PR 岳阳债

增信方式: 土地使用权
抵押担保

债券剩余规模: 10.40 亿
元

债券到期日期: 2021 年
11 月 3 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 债券存续期第 3
至 7 年每年按债券发行
总额的 20% 比例分期偿
还债券本金

分析师

姓名:
余佳徽 宋根南

电话:
0755-82872850

邮箱:
yujh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2014 年岳阳惠临投资发展有限公司湘江流域重金属污染 治理公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 07 日	2017 年 06 月 22 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对岳阳惠临投资发展有限公司 (以下简称“公司”) 及其 2014 年 11 月 3 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2018 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑公司外部环境仍较好, 为其发展提供了良好基础, 公司在建项目规模较大, 业务持续性较好, 公司获得的外部支持力度较大, 国有土地使用权抵押的增信方式有效提升了本期债券的安全性。同时鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱, 资金压力较大, 有息债务快速增加使偿债压力增大, 以及面临一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2017 年岳阳市 GDP 为 3,258.03 亿元, 增长率为 7.00%; 2017 年临湘市实现 GDP 255.65 亿元, 同比增长 7.50%, 区域经济保持较快增长, 继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目规模较大, 业务可持续性较好。截至 2017 年末, 公司在建项目较为丰富, 计划总投资规模达 86.51 亿元, 尚需投入 41.31 亿元, 规模较大。代建项目均已签订代建协议, 未来收入持续性较有保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2017 年公司获得当地政府补贴 15,451.00 万元, 占同期利润总额的 98.46%, 提升了公司的利润水平。
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券信用水平。公司以评估价值为 32.11 亿元

（评估基准日为 2012 年 10 月 31 日）住宅、商服出让用地为本期债券提供抵押担保，为本期债券剩余本金及一年利息的 2.93 倍，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司资产以应收款项、存货（代建项目及土地使用权）为主，合计占总资产之比为 82.45%，应收款项规模较大且回款时间不确定，已抵押土地资产账面价值占土地总价值比例为 43.20%，代建项目较难变现，公司资产流动性较弱。
- **公司资金压力较大。**截至 2017 年末公司主要在建项目规模较大，未来仍需投入 41.31 亿元；2017 年经营活动现金净流出 19.95 亿元，现金流表现不佳。在建项目需公司先行垫付资金，回款时间尚不确定，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务快速攀升，偿债压力增大。**2017 年公司有息负债为 63.73 亿元，同比大幅增加 99.43%；资产负债率为 49.11%，同比上升 17.45 个百分点，公司偿债压力增大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额合计 131,451.81 万元，占期末净资产的比重为 17.32%，均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。
- **公司未对本期债券抵押之土地进行重新评估。**根据《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，当债权人认为必要时，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。但截至 2018 年 5 月 31 日，公司未对本期债券抵押物进行重新评估。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,491,266.25	1,089,850.68	978,413.45
所有者权益合计（万元）	758,961.25	744,851.55	721,588.45
资产负债率	49.11%	31.66%	26.25%
有息债务（万元）	637,279.87	319,550.86	201,951.24
流动比率	12.97	23.73	14.84
营业收入（万元）	70,604.41	55,053.96	33,303.76
营业外收入（万元）	0.20	14,486.72	2,560.00
其他收益（万元）	15,451.00	-	-
利润总额（万元）	15,692.94	19,721.32	11,460.32
综合毛利率	17.14%	23.11%	44.22%

EBITDA（万元）	25,899.01	26,648.08	16,570.59
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.67	1.60
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-199,515.19	3,305.55	-67,884.03

注：2015 年财务数来源于 2016 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

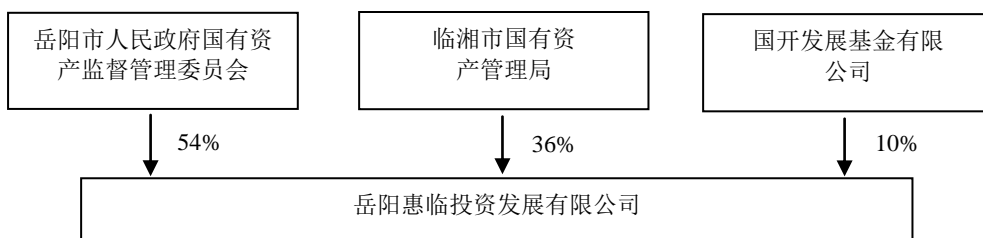
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 11 月 3 日公开发行 13 亿元公司债券，拟用于临湘市桃林河重金属底泥污染治理工程、源潭河环境综合治理工程、临湘市铅锌采选区域重金属污染土壤治理工程、原桃林铅锌矿含重金属尾砂库综合治理工程、桃林铅锌矿重金属废渣治理工程、湖南桃林铅锌矿重金属污染地区安全饮水工程等六个项目。截至 2017 年 12 月 31 日，公司募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，控股股东及实际控制人仍为岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会。2017 年公司董事、监事、高级管理人员无重大变动，不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。截至 2018 年 3 月 31 日，公司股权关系如下图所示。

图1 截至2018年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司合并范围内有 6 家子公司（见附录五），较 2016 年末新增加一家子公司。

表 1 2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况（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
湖南惠临渔乐文化传媒有限公司	65.00%	3,000	广告制作、发布、设计，	新设

资料来源：公司提供

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 1,491,266.25 万元，所有者权益为 758,961.25 万元，资产负债率为 49.11%。2017 年度公司实现营业收入 70,604.41 万元，利润总额 15,692.94 万元，经营活动产生的现金流净额为 -199,515.19 万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017 年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年岳阳市经济保持增长，增速有所放缓，产业结构有所改善

2017年岳阳市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值3,258.03亿元，增长7.00%。其中，第一、二、三产业增加值分别为362.35亿元、1,424.93亿元、1,470.75亿元，分别增长3.60%、5.30%、10.10%。三次产业结构从2016年的11.10:47.40:41.50调整为11.10:43.80:45.10，第三产业所占比重不断提升。按岳阳市常住人口计算，2017年人均生产总值56,826.44元，为全国人均GDP的95.25%。

岳阳市经济结构以工业为主，2017年岳阳市食品、医药、造纸、机械、建材等支柱产业增加值分别同比增长7.40%、11.20%、5.10%、10.70%、4.70%。2017年全部工业增加值1,258.52亿元，比上年增长5.40%；规模以上工业增加值增长5.60%，实现利润153.00亿元，比上年增长14.60%。

岳阳市历史悠久，旅游产业发达，境内拥有以国家5A级景区岳阳楼为代表的众多知名景点。2017年，岳阳市全年接待游客总数4,892.79万人次，实现国内旅游收入427.77亿元，接待入境游客30.30万人次，实现旅游收入1.39亿美元。

2017年，岳阳市消费品市场和固定资产投资持续快速发展。2017年，社会消费品零售总额达到1,256.61亿元，同比增长10.00%，消费市场保持较快增长速度。2017年岳阳市完成固定资产投资2,633.55亿元，同比增长13.60%，固定资产投资增速较上年有所下降。岳阳市完成房地产开发投资154.01亿元，比上年增长15.80%，房地产发展形势较好。

表3 2016-2017年岳阳市主要经济指标

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	3,258.03	7.00%	3,100.87	7.80%
第一产业增加值（亿元）	362.35	3.60%	345.84	3.10%
第二产业增加值（亿元）	1,424.93	5.30%	1,469.10	6.70%
第三产业增加值（亿元）	1,470.75	10.10%	1,285.94	10.50%
全年固定资产投资（亿元）	2,633.55	13.60%	2,317.40	14.50%
社会消费品零售总额（亿元）	1,256.61	10.00%	1,142.88	12.00%
进出口总额（亿美元）	22.73	65.40%	14.87	31.10%
存款余额（亿元）	2,600.17	19.40%	2,178.35	25.70%
贷款余额（亿元）	1,318.28	28.70%	1,024.01	14.50%
人均GDP（元）	56,826.44		54,582.00	
人均GDP/全国人均GDP	95.25%		101.12%	

注：人均GDP=地区生产总值/地区常住人口

资料来源：2016-2017年岳阳市国民经济和社会发展统计公报

2017年临湘市经济实力有所增强，但经济规模依然偏小

2017年临湘市实现地区生产总值255.65亿元，同比增长7.50%。其中第一产业增加值完成32.81亿元，同比增加4.10%；第二产业增加值完成134.68亿元，同比增长7.00%；第三产业增加值完成88.17亿元，同比增长9.30%。2017年三次产业结构由上年13.40:54.50:32.10调整为12.80:52.70:34.50，第三产业比重有所提升。按临湘市常住人口计算，2017年人均生产总值47,263.82元，为全国人均GDP的79.22%。

临湘市经济结构以传统工业为主，2017年临湘市以食品制造业、精制茶加工业、化学原料和化学制品制造业为支柱产业，该等产业产值分别同比增长65.90%、12.80%、

-10.80%。2017年全市规模工业总产值完成475.92亿元，同比增长14.50%，全年规模工业企业达到152家，完成规模工业增加值90.96亿元，同比增长7.60%。

2017年，临湘市消费品市场和固定资产投资持续快速发展。2017年，社会消费品零售总额为74.69亿元，同比增长10.00%，消费市场保持较快增长速度。2017年临湘市完成固定资产投资223.60亿元，同比增长15.90%，固定资产投资增速较上年大幅增加。临湘市全年房地产开发投资9.20亿，同比增长50.00%，实现商品房销售成交量3,224套，商品房销售面积39.58万平方米，销售金额14.30亿元。房地产发展形势较好。

表 4 2016-2017 年临湘市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	255.65	7.50%	233.17	8.50%
第一产业增加值	32.81	4.10%	31.28	3.00%
第二产业增加值	134.68	7.00%	126.96	8.30%
第三产业增加值	88.17	9.30%	74.93	10.60%
固定资产投资	223.60	15.90%	182.64	16.10%
社会消费品零售总额	74.69	10.00%	67.94	12.20%
存款余额	159.37	19.50%	133.39	20.40%
贷款余额	94.27	42.00%	66.36	28.50%
人均 GDP（元）	47,263.82		45,266.94	
人均 GDP/全国人均 GDP	79.22%		83.86%	

资料来源：2016-2017年临湘市国民经济和社会发展统计公报

2017年岳阳市公共财政收入与上年基本持平，财政自给能力仍较弱

2017 年岳阳市实现公共财政收入 152.10 亿元，与上年相比基本持平。从地方综合财力结构来看，上级补助收入是岳阳市 2016 年地方综合财力的主要来源。2017 年岳阳市一般性转移支付收入 151.30 亿元，专项转移支付收入 112.70 亿元，同比 2016 年变化不大。

从财政支出来看，2017 年公共财政支出为 489.90 亿元，与上年相比增加 13.66%。自给率方面，2017 年岳阳市公共财政收入对公共财政支出的覆盖率为 31.05%，与上年相比有所下降，自给能力一般。

表 5 岳阳市 2016-2017 年全市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	-	521.11
（一）公共财政收入	152.10	152.04
其中：税收收入	-	70.29
非税收入	-	81.75
（二）上级补助收入	-	273.56

其中：一般性转移支付收入	151.30	154.69
专项转移支付收入	112.70	110.15
返还性收入	-	8.72
（三）政府性基金收入	-	89.22
（四）财政专户管理资金收入	-	6.29
财政支出	-	515.31
（一）公共财政支出	489.90	431.02
（二）政府性基金支出	-	78.23
（三）财政专户管理资金支出	-	6.06
财政自给率	31.05%	35.27%

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

根据临湘市《2018年公共财政收入计划安排表》，2017年临湘市取得公共财政收入51,874万元，其中税收收入34,187万元，非税收入17,687万元，税收收入占公共财政收入比重为65.90%。

资料来源：2016年数据来自岳阳市财政局，其中2017年数据来自《关于岳阳市2017年财政预算执行情况与2018年财政预算草案的报告》

四、经营与竞争

公司主营业务主要包括征拆服务、代建项目、土地开发等。受益于代建项目回购收入增加，2017年公司主营业务收入为69,922.41万元，同比增加34.07%。从收入结构来看，代建项目回购收入和征拆迁服务收入为公司主营业务收入的主要来源，占主营业务收入比重为65.22%、34.51%。2017年受土地出让市场需求变化的影响，公司未确认土地收入。毛利率方面，代建项目收入和征拆服务收入毛利率均较2016年有所下滑，公司综合毛利率持续下滑。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	45,601.50	16.00%	30,386.85	17.60%
征拆收入	24,130.36	19.23%	21,442.07	20.77%
广告收入	182.64	-260.31%	0.00	0.00%
试钓收入	7.91	-530.83%	0.00	0.00%
土地收入	0.00	0.00%	326.38	7.02%
主营业务收入小计	69,922.41	16.33%	52,155.29	18.84%
其他业务收入	682.01	100.00%	2,898.67	100.00%
合计	70,604.41	17.14%	55,053.96	23.11%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在建项目规模较大，其中代建项目未来业务持续性有保障，但募投项目未来能否顺利出让并实现收入尚不确定；同时，收入回款时间具有一定不确定性且项目建设资

金需求大，公司面临较大的资金压力

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

2017年，临湘市财政局对国有林场棚改安置区、城东片区排污管网涵工程等项目进行回购，审定项目成本38,305.26万元，确认回购款金额45,601.50万元，毛利率为16.00%。

表7 2017年公司代建项目回购情况（单位：万元）

2017年回购项目	本年收入
国有林场棚改安置区	26,082.65
城东片区排污管网涵工程	8,977.36
新建北路提质改造项目	3,333.72
连心路提质改造项目	1,846.90
临湘大道提质改造项目	3,603.25
永昌东路提质改造项目	1,757.63
合计	45,601.50

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，本期债券募投项目临湘市桃林河重金属底泥污染治理工程、源潭河环境综合治理工程等6个项目尚未完工。根据《临湘市人民政府办公室关于城市重点工程建设项目提供平衡收益的通知》和《临湘市人民政府办公室关于原桃林铅锌矿区重金属污染治理项目提供平衡收益的说明》，募投项目顺利实施后，将整理出可供出让商服用地4,850亩，可供出让工业用地748.83亩，上述土地扣除税费及成本后预计土地出让净收益为39.02亿元。临湘市人民政府将扣除规费和相关平整成本后的土地出让净收益逐年返还至公司，截至当前，政府尚未按计划出让该等土地。截至2017年末，本期债券募投项目已完成投资18.11亿元，已使用募集资金13.00亿元，后续仍需投资8.52亿元。我们也注意到，临湘市近年来土地市场体量较小，土地价格存在一定波动，募投项目中整理的土地后续能否顺利出让仍存在一定不确定性。

截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资规模达86.51亿元，尚需投资41.31亿元，其中主要代建项目合计12个（不含零星项目），均已签订代建协议，计划投资38.14亿元，

尚需投资19.50亿元。代建项目预计通过政府回购实现收入，后续随着该部分项目的完工验收，可为公司带来一定的收入，但未来回购收入受项目进度影响，或存在一定波动。

总的来说，公司当前主要的在建项目规模较大，公司未来收入持续性较有保障，但我们也注意到公司主要在建项目未来仍需投入41.31亿元，投资规模较大，需公司先行垫付资金，回款时间不确定，将面临较大的资金压力。

表 8 截至 2017 年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额	收益方式
临湘市桃林河重金属底泥污染治理工程	121,272.74	79,189.23	招拍挂返还收入
临湘市城市停车场建设项目	100,075.00	9,971.29	自营
源潭河环境综合治理工程	74,945.00	39,935.48	招拍挂返还收入
钓具（浮标）产业创新创业园项目	67,000.00	22,485.84	回购
长安文化创意园建设项目	56,856.16	25,348.40	回购
黄盖湖综合治理项目	50,500.00	8,446.12	回购
城乡供水一体化明改暗工程	35,400.00	21,207.45	回购
湘北大道提质改造工程	31,027.98	31,027.98	回购
临湘市铅锌采选区域重金属污染土壤治理工程	30,000.13	26,467.45	招拍挂返还收入
农产品批发大市场	26,276.30	9,144.51	回购
临湘市政务中心建设项目	25,000.00	14,933.87	回购
临湖公路三期（长安南桥-季台坡）改造项目	22,000.00	18,654.64	回购
中心城区提质改造工程	18,406.00	13,676.93	回购
太阴庙棚改项目	17,000.00	4,858.33	回购
原桃林铅锌矿含重金属尾砂库综合治理工程	16,451.50	15,309.51	招拍挂返还收入
临湘市云湖大道路网工程	16,000.00	15,197.67	回购
白云湖安置点	15,900.00	1,414.83	回购
桃林铅锌矿重金属废渣治理工程	15,518.31	14,620.10	招拍挂返还收入
湖南桃林铅锌矿重金属污染地区安全饮水工程	8,161.18	5,579.89	招拍挂返还收入
零星项目	117,322.98	74,501.46	回购
合计	865,113.28	451,970.98	-

注：计划总投资小于 15,000.00 万元的代建项目合并为零星项目；

采取招拍挂返还收入的项目均为本期债券募投项目；

项目计划总投资包含流动资金。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司征拆服务收入有所下降，未来该收入受房地产市场影响，存在一定不确定性

为加快临湘市城区内征地拆迁安置工作，临湘市政府采取委托大包干的方式，将土地征拆涉及的土地征收、房屋拆迁、杆线迁移、构造物补偿、工作经费、奖励经费等一切与征地拆迁安置相关的工作委托公司进行。征地拆迁安置过程中支付的所有费用由公

司先行垫付，临湘市政府于每年年底前，根据公司当年度征地拆迁垫付投入按照成本加成30.00%比例支付给公司作为收益，作为征地拆迁收益，年度垫付资金由临湘市政府指定临湘市财政投资评审中心核定。2017年，公司确认征拆服务成本19,489.91万元，确认收入24,130.36万元。2017年公司由小规模纳税人变为一般纳税人，增值税率有所增加，使2017年该等收入毛利率下滑。

表 9 2017 年公司征拆服务收入情况（单位：万元）

项目名称	本年收入	本年成本
2017 年临湘配置用地	24,130.36	19,489.91

注：受营改增政策的影响，公司本年收入为剔除增值税后的收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

值得注意的是，房地产市场和土地一级市场的波动将会影响政府的国有土地出让收入，进而影响到政府的征地拆迁规划，对公司的征地拆迁服务业务造成不利影响。

公司土地资产较丰富，预期未来仍将给公司带来一定的土地转让收入，但需关注该收入受临湘市招商引资和土地交易价格影响而存在较大波动性

临湘市土地收购储备中心根据土地市场的调控需要，以及市政建设规划，对公司拥有的土地资产进行了收购，形成了公司的土地收入。2017年，公司未确认土地收入。当前，房地产市场前景及相关土地政策不明朗，土地出让规模存在一定波动，不同区位的地块价格差别较大，毛利率波动较大。

截至 2017 年末，公司存货科目下土地使用权 56 宗，合计账面价值为 574,424.60 万元，面积为 6,996,481.88 平方米，占总资产之比为 38.52%，为公司资产的最大组成部分。其中，21 宗账面价值合计 248,135.49 万元，面积为 2,795,826.95 平方米的土地使用权已经抵押，占存货科目下土地总价值之比为 43.19%。商住类土地账面价值 421,158.74 万元，面积 345.78 万平方米；公益性土地账面价值 153,265.86 万元，面积 353.86 万平方米。

截至2017年末，公司土地资产仍较丰富，未来预计仍将给公司带来一定的土地转让收入，但这部分收入的实现受临湘市招商引资状况和土地交易价格的影响较大。

2017年，公司继续得到当地政府在财政补贴方面的支持

公司作为临湘市重要的基础设施建设实施主体，承担了较重的基础设施建设任务和公共服务职能。为增强公司的持续经营能力以及缓解公司资金压力，2017年临湘市政府通过财政补贴的方式继续给予公司较大支持，给予公司财政补助15,451.00万元，占同期利润总额的98.46%，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告及经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的子公司情况如表 1 所示。

表 10 2017 年公司会计政策变更

会计政策变更情况	受影响的报表项目名称
2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称《企业会计准则第 42 号》），自 2017 年 5 月 28 日起施行；5 月 10 日，财政部发布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（以下简称《企业会计准则第 16 号》），自 2017 年 6 月 12 日起施行。	①在合并利润表和利润表中改为分别列示持续经营损益和终止经营损益。 ②与资产相关的政府补助，由取得时确认为递延收益改为取得时冲减相关资产的账面价值。 ③与收益相关的政府补助，用于补偿以后期间的相关成本费用或损失的，取得时确认为递延收益，由在确认相关成本费用或损失的期间计入当期损益改为在确认相关成本费用或损失的期间冲减相关成本；用于补偿已发生的相关成本费用或损失的，由取得时直接计入当期损益改为取得时直接计入当期损益或冲减相关成本。 ④与日常活动相关的政府补助，由计入营业外收支改为按照经济业务实质，计入其他收益，计入其他收益的，在合并利润表与利润表中单独列报该项目。

资料来源：公司 2017 年审计报告

资产结构与质量

2017 年公司资产规模持续增长，应收款项账龄较长且对资金形成占用，土地资产流动性较差且抵押规模较大，公司资产流动性较弱

受公司融资规模增加的影响，2017 年公司资产规模随之快速扩张。截至 2017 年末，公司总资产为 1,491,266.25 万元，同比增长 36.83%。从资产结构上看，公司资产仍以流动资产为主，2017 年末流动资产占比为 96.36%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金为 205,725.09 万元，同比大幅增加，主要系 2017 年公司融资规模大幅增加所致。其中，公司子公司临湘长盛建设投资有限公司有应付票据保证金 10,000.00 万元，该笔货币资金使用受限。2017 年末，公司应收账款账面价值为 77,015.02 万元，均为应收临湘市财政局的项目回购款，规模较大，对资金存在一定占用。截至 2017 年末，公司其

他应收款账面价值为 136,172.21 万元，主要为应收临湘市土地和房屋征收拆迁安置管理办公室、临湘市白云湖公园建设指挥部等政府部门及所属机构的往来款。公司存货包括存量土地和项目开发成本，项目开发成本主要是公司代建项目工程成本。2017 年公司存货为 1,016,424.31 万元，同比增加 19.07%。截至 2017 年末，公司存货科目下土地使用权 56 宗，合计账面价值为 574,424.60 万元，面积为 6,996,481.88 平方米，占总资产之比为 38.52%，为公司资产的最大组成部分。其中 21 宗账面价值合计 248,135.49 万元的土地已抵押，抵押土地账面价值占土地总价值比重为 43.19%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	205,725.09	13.80%	73,340.09	6.73%
应收账款	77,015.02	5.16%	65,417.32	6.00%
其他应收款	136,172.21	9.13%	47,457.82	4.35%
存货	1,016,424.31	68.16%	853,620.28	78.32%
流动资产合计	1,436,980.17	96.36%	1,056,685.06	96.96%
资产总计	1,491,266.25	100.00%	1,089,850.68	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，2017 年公司资产规模持续增长，主要由在建的代建项目、土地资产及应收款项构成，且应收款项对资金形成较大占用，已抵押土地资产规模相对较大，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2017 年公司营业收入上升，但盈利能力下降，利润总额对政府补助的依赖仍然较大

2017 年公司实现营业收入 70,604.41 万元，同比增加 28.25%，主要系当年代建项目回购收入大幅增加所致。毛利率方面，公司 2017 年综合毛利率为 17.14%，同比大幅下降 5.97 个百分点，主要系本年新增的广告收入、试钓收入等亏损所致。截至 2017 年末，公司在建的代建项目规模较大，且公司账上土地资产较丰富，后续随着代建项目的完工回购和征地拆迁业务的发展，公司未来收入来源相对较有保障。但当前房地产市场政策存在一定不确定性，可能对公司的征地拆迁服务业务和土地业务造成不利影响，预计公司未来收入规模存在一定的波动性。

2017 年公司营业成本及期间费用大幅增加，但由于政府本年向公司发放了 15,451.00 万元补贴，计入其他收益科目，使得公司的营业利润同比上年大幅增加 204.35%。2017

年公司获得政府补助占同期利润总额的比重为 98.45%，占比较上年大幅提升 25 个百分点，公司对政府补贴的依赖度有较大上升。

表 12 公司主要盈利指标

项目	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	70,604.41	55,053.96
其他收益（万元）	15,451.00	-
营业利润（万元）	15,942.19	5,238.13
营业外收入（万元）	0.20	14,486.72
利润总额（万元）	15,692.94	19,721.32
综合毛利率	17.14%	23.11%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营净现金流表现不佳，对筹资活动依赖加大，后续仍面临较大的融资压力

2017 年公司经营活动现金流主要来自基础设施建设、征拆业务等主业及往来款现金收支。公司收入主要来自当地政府，2017 年收现情况有所改善。然而，公司基础设施建设规模持续增大导致购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，受此影响，2017 年公司经营活动现金净流出 199,515.19 万元，经营性净现金流不佳。

从投资活动看，2017 年收回公司于 2015 年购买的理财产品 15,000.00 万元，同时，投资活动现金流出规模不大，全年公司投资活动表现为现金净流入 5,471.91 万元。

截至 2017 年底，公司主要的在建项目后续仍需投资 41.31 亿元。作为临湘市重要的代建基础设施业务和土地业务的主体，公司后续承担的建设任务较重，面临较大的资金压力，公司需要依靠筹资活动来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2017 年公司净筹资规模为 316,428.29 万元。从筹资渠道看，2017 年公司资金来源主要是向银行等金融机构借款及发行债券，融资规模高达 413,882.00 万元。

总体来看，公司经营业务快速扩张及偿还债务对资金需求较大，但主营业务现金回流较少，公司资金压力较大，仍需依赖外部融资实现资金平衡。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.88	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	62,428.50	44,463.26
收到的其他与经营活动有关的现金	46,255.10	59,432.14
经营活动现金流入小计	108,683.61	103,895.40

购买商品、接受劳务支付的现金	208,601.18	97,353.67
支付的其他与经营活动有关的现金	98,141.72	2,665.89
经营活动现金流出小计	308,198.80	100,589.86
经营活动产生的现金流量净额	-199,515.19	3,305.54
投资活动现金流入小计	16,943.02	975.65
投资活动现金流出小计	11,471.11	46,293.14
投资活动产生的现金流量净额	5,471.91	-45,317.49
筹资活动现金流入小计	413,882.00	171,529.50
筹资活动现金流出小计	97,453.71	98,180.32
筹资活动产生的现金流量净额	316,428.29	73,349.18
现金及现金等价物净增加额	122,385.01	31,337.23

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年公司负债水平快速上升，利润对债务和利息的覆盖能力下降，偿债压力加大

受公司长期借款大幅增加影响，截至 2017 年末，公司负债总额 732,305.01 万元，同比增长 112.26%；所有者权益合计 758,961.25 万元，同比上升 1.89%，主要源于公司未分配利润的积累。受上述因素影响，负债与所有者权益比率为 96.49%，同比上升 50.17 个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降，公司对长期负债的偿付能力减弱。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	732,305.01	344,999.13
所有者权益	758,961.25	744,851.55
负债与所有者权益比率	96.49%	46.32%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款构成。截至 2017 年末，公司短期借款余额为 11,200.00 万元，包括信用借款 9,500.00 万元和保证借款 1,700.00 万元。2017 年末，公司其他应付款规模为 77,306.86 万元，主要为公司与湖南城陵矶临港新区开发投资有限公司、临湘市美临文化旅游发展投资有限公司、临湘市人民医院等机构的往来款。

公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债主要包含长期借款、应付债券、长期应付款。截至 2017 年末，公司长期借款金额为 363,684.00 万元，同比增长 182.72%。长期借款主要包括保证借款+质押借款 136,395.00 万元、质押借款 107,039.00 万元、信用借款 61,000.00 万元。截至 2017 年末，公司应付债券为 214,743.78 万元，包括公司 2014 年发行的本期债券剩余本金 104,000.00 万元（期限 7 年，利率 5.5%）、2016 年发行的“惠临

16” 本金 30,000.00 万元（期限 3 年，利率 6.135%）、2017 年发行的“17 惠临 PPN001” 本金 82,000.00 万元（期限 5 年，利率 7.2%）。2017 年末，公司长期应付款规模为 43,062.09 万元，主要系应付中国光大银行岳阳分行、湖南省扶贫开发投资有限公司、国开基金发展有限公司等机构的借款。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,200.00	1.53%	15,000.00	4.35%
其他应付款	77,306.86	10.56%	22,431.14	6.50%
流动负债合计	110,815.14	15.13%	44,538.27	12.91%
长期借款	363,684.00	49.66%	128,639.00	37.29%
应付债券	214,743.78	29.32%	148,000.00	42.90%
长期应付款	43,062.09	5.88%	23,821.86	6.90%
非流动负债合计	621,489.87	84.87%	300,460.86	87.09%
负债合计	732,305.01	100.00%	344,999.13	100.00%
有息债务	637,279.87	87.02%	319,550.86	92.62%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。截至 2017 年末，公司有息债务规模为 637,279.87 万元，同比增长 99.43%。我们注意到目前公司在建项目较多，资金需求较大，预计未来公司有息债务规模将继续增长。公司将于 2021 年后偿还高达 43.19 亿元的有息债务本金，未来将面临一定长期偿付压力。

表 16 2017 年后公司每年需偿还的有息负债本金（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
本金	4.18	9.57	6.91	43.19

注：表中的应付债券是按照债券的面值余额计算的，审计报告中应付债券金额进行了利息摊销，略有差异。

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司资产负债率为 49.11%，近三年负债水平总体快速上升，其中有息债务占总负债比重为 87.02%。2017 年公司流动比率、速动比率分别为 12.97 和 3.80，流动资产对流动负债的覆盖程度较高，但我们关注到公司存货以土地使用权为主，遇到极端情况集中变现有一定难度，削弱了对流动负债保障能力。2017 年，公司利润规模总体下降，EBITDA 下滑，且资本支出规模逐步加大的影响，EBITDA 利息保障倍数降幅较大。截至 2017 年末，EBITDA 利息保障倍数为 0.83，息税折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较差。

表 17 公司偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	49.11%	31.66%
流动比率	12.97	23.73
速动比率	3.80	4.56
EBITDA（万元）	25,899.01	26,648.08
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.67
有息债务/EBITDA	24.61	11.99

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押的增信方式有效提升了本期债券的信用水平，但公司未对抵押物进行重新评估

公司以其拥有的19宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。经湖南新融达土地评估有限责任公司出具的编号为湘新融达地（2013）（估）字第577号《土地估价报告》（评估基准日为2012年10月31日），上述抵押物评估价值合计为321,088.43万元，为本期债券剩余本金及一年利息的2.93倍。根据《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，当债权人认为必要时，公司应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。但截至2018年5月31日，公司未对本期债券抵押物进行重新评估。

表 18 抵押物资产基本情况（单位：平方米，元/平方米，万元）

国有土地使用证证号	用途	土地性质	土地面积	评估单价	评估总价
临国用（2010）第 573 号	商服用地	出让	34,680.67	2,982.00	10,341.78
临国用（2010）第 575 号		出让	100,142.39	2,982.00	29,862.46
临国用（2010）第 577 号		出让	20,699.42	3,310.00	6,851.51
临国用（2010）第 578 号	住宅用地	出让	7,741.17	1,854.00	1,435.21
临国用（2010）第 579 号		出让	16,566.68	1,412.00	2,339.22
临国用（2010）第 581 号		出让	94,666.70	1,096.00	10,375.47
临国用（2010）第 582 号	商服用地	出让	100,000.00	2,926.00	29,260.00
临国用（2011）第 391 号	商服用地	出让	208,170.63	973.00	20,255.00
临国用（2011）第 392 号		出让	194,796.10	973.00	18,953.66
临国用（2011）第 393 号		出让	197,820.83	973.00	19,247.97
临国用（2011）第 394 号		出让	197,555.91	973.00	19,222.19
临国用（2011）第 395 号		出让	190,210.62	973.00	18,507.49
临国用（2011）第 396 号		出让	201,595.00	973.00	19,615.19
临国用（2011）第 397 号		出让	199,852.53	973.00	19,445.65

临国用（2011）第 398 号		出让	204,590.17	973.00	19,906.62
临国用（2011）第 399 号		出让	203,930.95	973.00	19,842.48
临国用（2011）第 400 号		出让	197,513.83	973.00	19,218.10
临国用（2011）第 401 号		出让	204,158.23	973.00	19,864.60
临国用（2011）第 402 号		出让	170,029.07	973.00	16,543.83
合计	-	-	2,744,720.90	-	321,088.43

注：公司已办妥抵押手续，他项权证号为：临他项（2014）059号-060号，临他项（2015）019号-035号。
 资料来源：湘新融达地（2013）（估）字第577号《土地估价报告》

七、或有事项分析

公司有一定规模对外担保，面临一定或有负债风险

截至2018年3月31日，公司对外担保合计金额为131,451.81万元，占2017年末净资产比重为17.32%，被担保方主要为政府设立的企业、事业单位及公司业务往来对象，均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保期限	有无反担保
临湘市汉湘文化有限公司	40,000.00	2017.12-2030.12	无
临湘竹乡建设投资有限公司	33,000.00	2017.8-2020.8	无
临湘市兴路交通建设投资有限公司	20,000.00	2016.11-2021.11	无
临湘市永安教育建设投资有限公司	9,500.00	2016.04-2024.04	无
临湘市永安教育建设投资有限公司	6,251.81	2016.12-2019.12	无
临湘市兴路交通建设投资有限公司	5,000.00	2016.08-2019.08	无
临湘市永安教育建设投资有限公司	3,000.00	2017.1-2018.1	无
临湘市妇幼保健院	3,000.00	2015.01-2020.01	无
湖南临湘富园投资开发有限公司	2,000.00	2017.12-2018.12	无
临湘市中医医院	2,500.00	2015.01-2018.05	无
湖南临湘富园投资开发有限公司	2,000.00	2018.1-2019.1	无
临湘市中医医院	2,000.00	2016.01-2020.12	无
临湘市兴路交通建设投资有限公司	2,000.00	2016.8-2019.8	无
临湘市妇幼保健院	1,000.00	2016.01-2021.01	无
临湘市中医医院	200.00	2017.01-2018.01	无
合计	131,451.81		

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年，公司外部环境仍较好，岳阳市、临湘市经济保持增长，为公司发展提供了

良好基础；公司当前在建项目规模较大，项目储备较为丰富，业务持续性较好；公司获得的外部支持力度较大，提升了公司的利润水平；国有土地使用权抵押增信措施仍有效提升本期债券的安全性。同时，鹏元关注到公司整体资产流动性较弱，应收款项及存货占总资产比重较高；公司资金压力较大，在建项目后续尚需投入资金规模较大；公司有息债务快速增加，资产负债率上升，偿债压力增大；公司面临一定或有负债风险；公司未对本期债券抵押之土地进行重新评估等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	205,725.09	73,340.09	42,002.85
应收利息	0.00	1,840.48	865.48
应收账款	77,015.02	65,417.32	53,109.99
其他应收款	136,172.21	47,457.82	94,756.94
预付账款	0.00	0.00	5,132.00
存货	1,016,424.31	853,620.28	735,794.18
一年内到期的非流动资产	0.00	15,000.00	0.00
其他流动资产	1,643.54	9.07	0.00
流动资产合计	1,436,980.17	1,056,685.06	931,661.44
长期股权投资	13,714.80	6,875.74	4,486.69
固定资产	17,847.08	18,021.52	18,756.15
在建工程	9,971.29	0.00	0.00
无形资产	8,027.56	8,268.36	8,509.17
开发支出	105.35	0.00	0.00
其他非流动资产	4,620.00	0.00	15,000.00
非流动资产合计	54,286.08	33,165.62	46,752.01
资产总计	1,491,266.25	1,089,850.68	978,413.45
短期借款	11,200.00	15,000.00	7,900.00
应付账款	80.17	0.00	3,999.52
应付票据	10,000.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	17.84	11.57	11.57
应交税金	4,988.51	1,849.81	102.03
应付利息	2,631.75	1,155.75	1,155.75
其他应付款	77,306.86	22,431.14	49,604.88
一年内到期的非流动负债	4,590.00	4,090.00	0.00
流动负债合计	110,815.14	44,538.27	62,773.75
长期借款	363,684.00	128,639.00	33,954.00
应付债券	214,743.78	148,000.00	130,000.00
长期应付款	43,062.09	23,821.86	30,097.24
非流动负债合计	621,489.87	300,460.86	194,051.24
负债合计	732,305.01	344,999.13	256,824.99
实收资本	6,667.00	6,667.00	6,000.00
资本公积	636,426.39	638,009.62	635,784.74
盈余公积	9,899.20	9,899.20	8,130.48
未分配利润	107,009.22	90,487.32	71,481.78
归属于母公司所有者权益合计	760,001.81	745,063.14	721,397.00

少数股东权益	-1,040.56	-211.59	191.46
所有者权益合计	758,961.25	744,851.54	721,588.45
负债及所有者权益合计	1,491,266.25	1,089,850.68	978,413.45

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告。

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	70,604.41	55,053.96	33,303.76
减：营业成本	58,503.10	42,330.95	18,576.97
营业税金及附加	452.28	198.19	0.00
销售费用	251.94	0.00	0.00
管理费用	2,407.79	2,090.97	1,898.66
财务费用	8,173.12	5,783.88	4,049.13
资产减值损失	1,266.54	496.53	1,414.16
加：投资收益	941.54	1,084.69	1,539.98
其他收益	15,451.00	0.00	0.00
二、营业利润	15,942.19	5,238.13	8,904.82
加：营业外收入	0.20	14,486.72	2,560.00
减：营业外支出	249.45	3.53	4.50
三、利润总额	15,692.94	19,721.32	11,460.32
四、净利润	15,692.94	19,721.32	11,460.32

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	62,428.50	44,463.26	66,087.36
收到的其他与经营活动有关的现金	46,255.10	59,432.14	4,273.13
经营活动现金流入小计	108,683.61	103,895.40	70,360.49
购买商品、接受劳务支付的现金	208,601.18	97,353.67	103,279.24
支付给职工以及为职工支付的现金	614.45	468.27	396.88
支付各项税费	841.45	102.03	52.87
支付的其他与经营活动有关的现金	98,141.72	2,665.89	34,515.53
经营活动现金流出小计	308,198.80	100,589.86	138,244.52
经营活动产生的现金流量净额	-199,515.19	3,305.55	-67,884.03
收回投资所收到的现金	15,000.00	0.00	60,000.00
取得投资收益所收到的现金	1,943.02	975.65	751.78
投资活动现金流入小计	16,943.02	975.65	60,751.78
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3,003.05	3.68	42.53
投资支付的现金	8,468.06	4,280.00	2,000.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	42,009.46	15,000.00
投资活动现金流出小计	11,471.11	46,293.14	17,042.53
投资活动产生的现金流量净额	5,471.91	-45,317.49	43,709.25
吸收投资所收到的现金	0.00	3,500.00	28,960.00
取得借款所收到的现金	320,492.00	150,029.50	28,455.00
发行债券收到的现金	93,390.00	0.00	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	18,000.00	0.00
筹资活动现金流入小计	413,882.00	171,529.50	57,415.00
偿还债务所支付的现金	65,110.00	46,063.00	13,122.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	29,580.87	16,002.34	10,381.18
支付其他与筹资活动有关的现金	2,762.84	36,114.98	0.00
筹资活动现金流出小计	97,453.71	98,180.32	23,503.18
筹资活动产生的现金流量净额	316,428.29	73,349.18	33,911.82
现金及现金等价物净增加额	122,385.01	31,337.23	9,737.04
加：期初现金及现金等价物余额	73,340.09	42,002.85	32,265.81
期末现金及现金等价物余额	195,725.09	73,340.09	42,002.85

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	15,692.94	19,721.32	11,460.32
加：资产减值准备	1,266.54	496.53	1,414.16
固定资产折旧	746.54	721.07	728.06
无形资产摊销	240.80	240.80	240.80
财务费用（收益以“－”号填列）	9,276.51	5,964.89	4,141.41
投资损失（收益以“－”号填列）	-941.54	-1,084.69	-1,539.98
存货的减少（增加以“－”号填列）	-148,611.58	-99,498.41	-88,210.10
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-177,670.89	26,093.92	-2,004.16
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	100,485.49	50,650.12	5,885.45
经营活动产生的现金流量净额	-199,515.19	3,305.55	-67,884.02

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	17.14%	23.11%	44.22%
负债与所有者权益比率	96.49%	46.32%	35.59%
资产负债率	49.11%	31.66%	26.25%
流动比率	12.97	23.73	14.84
EBITDA（万元）	25,899.01	26,648.08	16,570.59
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.67	1.60

资料来源：公司2016-2017审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	直接持股比例	注册资本	主营业务	子公司级次
临湘市保障性安居工程建设投资有限公司	100.00%	7,000	保障性安居工程项目的投资和开发建设，城市棚户区 and 旧城改造项目的综合开发建设等	一级
临湘市长盛建设投资有限公司	54.55%	3,000	市政工程建设投资、土地开发整理	一级
临湘市兴城置业有限公司	100.00%	1,000	房地产开发	二级
临湘市惠临置业有限公司	100.00%	3,000	房地产开发经营、销售；房屋租赁	一级
临湘市扶贫开发投资有限公司	100.00%	800	组织实施临湘市境内易地扶贫搬迁项目的投融资服务。	二级
湖南惠临渔乐文化传媒有限公司	65.00%	3,000	广告制作、发布、设计	一级

注：湖南中睿资产管理有限公司尚未实际出资，且为开展业务，故不纳入合并范围
 资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。