

2017 年第一期湖南森特实业投资有限公司

**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
【1184】号 01

债券简称：17 森特 01/17
森特债 01

债券剩余规模：5 亿元

债券到期日期：2024 年
11 月 28 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期的
第 3-7 年末，逐年分别偿
还债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
舒静 刘诗华

电话：
0755-82871612

邮箱：
shuj@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

2017 年第一期湖南森特实业投资有限公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 6 月 25 日	2017 年 8 月 31 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南森特实业投资有限公司（以下简称“森特投资”或“公司”）及其 2017 年 11 月 28 日发行的 2017 年第一期公司债券（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。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年衡阳市全市实现地区生产总值 3,132.48 亿元，按可比价计算，增长 8.5%，全市基础设施投资 654.39 亿元，增长 11.8%，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性仍然较好。截至 2017 年底公司土地整理储备项目较多；主要在建工程项目计划总投资合计 50.08 亿元，已完成投资 15.27 亿元，除募投项目外在在建项目均已签订协议。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017 年公司获得政府补助 8,464.08 万元。另外，松木经开区财政局向公司拨付货币资金 50,626.00 万元，向子公司衡阳伟达开发建设有限公司拨付货币资金 10,303.31 万元，均计入资本公积，提升了公司资本实力。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司应收款项账面价值合计 13.32 亿元，占总资产的 13.41%，回收时间不确定，对营运资金形成一定占用；公司存货账面价值 65.89 亿元，占总资产的 66.31%，为土地和项目投资成本，截至 2017 年末存货-拟开发土地中账面价值 11.83 亿元的国有土地使用权已用于抵押。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投资 34.80 亿元，而经营活动现金流表现较差，2017 年经营活动现金净流出 6.74 亿元，随着项目建设的推进，资金支出压力较大。
- **偿债压力较大。**2017 年末公司有息债务规模为 26.28 亿元，同比增长 24.66%，有息债务占负债总额的比重提升至 53.26%，EBITDA 利息保障倍数降至 1.71，偿债压力仍较大。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	993,663.55	882,781.63	678,366.38
所有者权益（万元）	500,283.18	424,113.50	403,830.79
有息债务（万元）	262,797.92	210,820.00	38,520.00
资产负债率	49.65%	51.96%	40.47%
流动比率	4.01	3.41	2.76
营业收入（万元）	84,086.76	78,646.27	65,063.88
其他收益（万元）	8,464.08	-	-
营业外收入（万元）	-	8,032.50	9,300.00
利润总额（万元）	17,499.07	16,699.34	19,001.01
综合毛利率	14.09%	14.32%	18.96%
EBITDA（万元）	18,463.01	18,258.38	20,766.82
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.91	7.85
经营活动现金流净额（万元）	-67,435.37	-30,777.81	-81,547.22

资料来源：公司 2015-2017 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2017年11月28日发行7年期5亿元公司债券，截至2017年12月31日，本期债券募集资金已使用4.07亿元，全部用于电镀中心项目、标准厂房四期项目和绿色住宅建筑示范工程项目，剩余募集资金0.93亿元。

二、发行主体概况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本仍为3.00亿元，衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

公司是衡阳市投融资和建设主体，目前主要承担衡阳市松木经开区投融资和城市建设等职能。截至2017年12月31日，公司合并范围子公司有两家，分别是衡阳兴安置业有限公司和衡阳伟达开发建设有限公司。

截至2017年12月31日，公司资产总额为99.37亿元，所有者权益为50.03亿元，资产负债率为49.65%；2017年度，公司实现营业收入8.41亿元，利润总额1.75亿元，经营活动现金流净额-6.74亿元。

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 1 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

衡阳市矿产资源丰富，工业基础较好，固定资产投资增长较快，经济持续增长

衡阳市位于湖南省南部，为湘南水陆运输中心和沟通南北的交通枢纽。衡阳市辖衡南、衡阳、衡山、衡东、祁东5县，常宁、耒阳2市，南岳、雁峰、石鼓、珠晖及蒸湘5区，土地面积15,310平方公里，是湖南的第二大城市。2017年末全市常住人口720.53万人。

衡阳市是中南地区重要工业城市，全市拥有9个省级以上产业园区和1个国家级高新技术开发区，拥有资源生产、加工能力与装备制造业基础优势，拥有国家级重点实验室1家、国家级企业技术中心3家。目前衡阳市仍以化学原料制造业、非金属制品业和有色金属加工业等传统行业为支柱产业，但近年来，传统行业增长趋缓，先进装备制造业和医药制造业等行业发展迅速。2017年衡阳市全市规模工业增加值累计增长6.8%。在规模工业中，轻工业增长8.8%；重工业增长5.8%。规模工业的六大重点行业中，电气机械及器材制造业增长4.6%；化学原料及化学制品制造业增长12.8%；黑色金属冶炼及压延业增长12.7%；有色金属冶炼及压延加工业下降4.2%；煤炭开采和洗选业下降9.0%；非金属矿物制品业增长0.2%。2017年末，全市规模工业企业达到1,073家。

2017年全市实现地区生产总值3,132.48亿元，按可比价计算，增长8.5%。其中，第一产业实现增加值441.38亿元，增长3.5%；第二产业实现增加值1,211.13亿元，增长6.2%；第三产业实现增加值1,479.97亿元，增长12.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值43,233元，为全国人均GDP的72.47%。三次产业结构由15.1：41.5：43.4调整为14.1：38.7：47.2。

2017年，衡阳市实现固定资产投资2,615.85亿元，比上年增长14.6%，全市工业固定资产投资934.80亿元，增长14.9%，占固定资产投资的比重为35.7%。工业技术改造投资493.19亿元，增长19.4%。制造业投资784.74亿元，增长15.2%；电力、燃气及水的生产供应业投资91.56亿元，增长21.1%。全市基础设施投资654.39亿元，增长11.8%。其中，交通运输、

水利设施、民生、卫生和社会工作投资分别增长14.3%、11.6%、19.1%和4.1%。全市施工项目共5,211个，本年投产项目4,217个。亿元以上项目512个，完成投资829.28亿元，占全部投资的比重为31.7%。民间投资1,606.22亿元，增长21.3%。

2017年，衡阳市社会消费品零售总额完成1,248.38亿元，增长10.7%；进出口总额302.73亿元，增长69.8%；金融机构存款余额增速放缓，贷款余额快速增长。

表 2 衡阳市主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	3,132.48	8.5%	2,853.02	7.9%
第一产业增加值	441.38	3.5%	430.61	3.5%
第二产业增加值	1,211.13	6.2%	1,184.78	6.4%
第三产业增加值	1,479.97	12.5%	1,237.62	11.1%
固定资产投资	2,615.85	14.6%	2,282.18	13.8%
社会消费品零售总额	1,248.38	10.7%	1,127.98	11.8%
进出口总额（亿元）	302.73	69.8%	177.17	-9.2%
存款余额	3,589.78	9.3%	3,283.44	17.8%
贷款余额	1,908.55	14.0%	1,674.28	15.8%
人均 GDP（元）	43,233		39,020	
人均 GDP/全国人均 GDP	72.47%		72.29%	

资料来源：衡阳市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

松木经开区具有一定产业集聚优势，经济稳定增长，为公司发展提供良好基础

湖南衡阳松木经济开发区原名湖南衡阳松木工业园区，2006年4月设立，2013年1月变更为现名，规划面积54.66平方公里，现有行政区划面积23.95平方公里，系全国第七批省级开发区，现为国家级循环化改造示范试点园区、国家高技术产业基地、湖南省最具产业影响力产业园区、信息化和工业化融合试验区、盐卤化工特色产业基地。

2017年松木经开区各项经济指标稳步增长，综合实力继续增强。2017年松木经开区实现地区生产总值17.27亿元，增长8.9%；主要产业为第二产业；固定资产投资保持快速增长。

近年来，经开区着力发展盐卤化工及精细化工、新能源、新材料三大支柱产业。截至2016年底已累计引进工业项目93个，实际到位资金100多亿元，入区企业80家，已投产的规模以上企业48家。新能源产业引进了瑞达电源、电科电源、鑫晟新能源和理昂电力等10多家企业，形成了储能、太阳能、生物能等三个板块。新材料产业引进了中航集团、志远新材料和凌云特种材料等20多家企业。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为代表，带动了

恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业、力泓化工等30多家下游企业的发展。

表 3 松木经开区主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	17.27	8.9%	15.55	7.1%
第二产业增加值	16.04	9.1%	15.27	6.9%
第三产业增加值	1.23	6.8%	0.28	23%
固定资产投资	56.12	14.4%	49.07	22%

资料来源：松木经开区管委会提供

衡阳市公共财政收入明显下滑，财政自给能力较差，财政支出压力较大

2017年衡阳市实现公共财政收入162.41亿元，下降约20%¹，其中税收收入90.74亿元，增长3.22%；非税收入71.67亿元，下降38.6%。2017年全市实现政府性基金收入202.78亿元，支出完成146.01亿元。市本级政府性基金收入完成86.21亿元，支出完成52.51亿元。

2017年衡阳市全市公共财政支出564.82亿元，市本级公共财政支出131.51亿元，主要集中在社会保障和就业、教育、医疗卫生与计划生育和城乡社区等方面。公共财政收入对支出的覆盖程度不足，2017年衡阳市全市及市本级财政自给率分别为28.75%和73.04%。

表 4 衡阳市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	-	-	664.28	322.44
（一）公共财政收入	162.41	96.06	204.67	122.79
其中：税收收入	90.74	-	87.91	50.79
非税收入	71.67	-	116.76	72
（二）上级补助收入	-	-	290.38	75.88
其中：返还性收入	-	-	15.48	9.27
一般性转移支付收入	-	-	171.33	38.71
专项转移支付收入	-	-	103.56	27.9
（三）政府性基金收入	202.78	86.21	169.23	123.77
财政支出=（四）+（五）	710.83	184.02	677.94	321.76
（四）公共财政支出	564.82	131.51	539.42	217.37
（五）政府性基金支出	146.01	52.51	138.52	104.39

¹ 此处公共财政收入即《关于衡阳市 2017 年全市及市本级预算执行情况与 2018 年全市及市本级预算草案的报告》中的地方收入，下降幅度为鹏元估计值。

财政自给率	28.75%	73.04%	37.94%	56.49%
-------	---------------	---------------	---------------	---------------

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：2016 年数据来自衡阳市财政局，2017 年数据来自《关于衡阳市 2017 年全市及市本级预算执行情况与 2018 年全市及市本级预算草案的报告》，鹏元整理

松木经开区公共财政收入大幅下滑，财政支出压力较大

2017年松木经开区实现公共财政收入34,066万元，其中税收收入9,499万元，占比27.88%。非税收入大幅减少，导致公共财政收入同比下降47.41%。2017年上级补助收入10,193万元，主要为一般性转移支付收入。2017年实现政府性基金收入65,127万元，同比增长146.00%。

2017年松木经开区公共财政支出规模为60,860万元，明显减少，财政自给率下降至55.97%，公共财政收入对支出的覆盖程度不足。

表 5 松木经开区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	109,386	-
（一）公共财政收入	34,066	64,775
其中：税收收入	9,499	3,672
非税收入	24,567	61,103
（二）上级补助收入	10,193	-
其中：返还性收入	-1,479	-
一般性转移支付收入	10,684	-
专项转移支付收入	988	-
（三）政府性基金收入	65,127	26,474
财政支出=（四）+（五）	114,961	-
（四）公共财政支出	60,860	81,512
（五）政府性基金支出	54,101	-
财政自给率	55.97%	79.47%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：2016 年数据来自松木经开区网站，2017 年数据来自松木经开区管委会，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是衡阳市投融资和建设主体之一，目前主要承担衡阳市松木经开区投融资和城市建设等职能。2017年公司实现营业收入8.41亿元，同比增长6.92%，土地整理业务和工程建设业务收入占比分别为63.22%和36.78%。公司各业务毛利率基本稳定，综合毛利率水平相对稳定。

表 6 公司营业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
土地整理	53,163.03	16.21%	49,883.72	16.56%
工程建设	30,923.74	10.43%	28,762.55	10.43%
合计	84,086.76	14.09%	78,646.27	14.32%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司受托进行土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房建设等业务，土地整理业务可持续性较好

松木经开区管委会于2013年与公司签订了《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》。该协议书约定，松木经开区管委将松木经开区内的土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房建设项目委托给公司投资建设，项目建设完成后，由松木经开区管委会进行验收，验收合格后在接收之日起五年内由衡阳市松木经开区财政局分期向公司支付全部工程款项（含各项成本、费用和投资回报）。公司每年对完工的项目确认收入，其中项目投资回报率对不同项目有所差异，工程建设项目目前按15%执行。衡阳市人民政府亦与公司签订了《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，协议书约定内容与以上内容基本相同。以上两份协议为框架性协议，实际操作中一般性项目由松木经开区财政局与公司结算，大型市政项目则由衡阳市人民政府安排财政资金结算。

公司土地整理业务各项目按照土地出让金额的50%返还公司，由于成本的差异，各项目实际收益率不尽相同。2017年公司整理的6宗土地实现挂网转让，土地整理业务实现收入5.32亿元。

松木经开区规划面积 54.66 平方公里，现有行政区划面积 23.95 平方公里，现为国家级循环化改造示范试点园区、国家高技术产业基地、湖南省最具产业影响力产业园区、信息化和工业化融合试验区、盐卤化工特色产业基地。近年来，为发展工业经济，基础设施建设投资力度较大。截至 2017 年底，公司在进行的土地整理项目主要有有力赛储能二期项目、大华建材项目和仁华科技项目等，拟整理的土地有比亚迪智能制造产业园土地平整项目和建滔石墨烯项目等，公司土地整理业务可持续性较好。

公司工程建设业务增长较快，可持续性较好，但在建项目投资规模大，面临较大资金压力

公司工程建设业务按照上文框架性协议执行，2017年收入来自污水处理厂配套管网项目、物料循环管廊项目和安置房建设项目，结算投资成本2.77亿元，确认工程建设收入3.09

亿元。

截至2017年底，公司主要在建工程项目有棚户区改造、安置房建设、海克标准厂房等项目以及本期债券募投项目，公司主要在建工程项目计划总投资合计50.08亿元，已完成投资15.27亿元，尚需投资34.80亿元。除募投项目外，其他工程项目均按照已签订的协议执行。公司工程建设业务可持续性较好，但项目建设资金投入较大，大部分由公司自筹解决，且公司经营活动现金持续净流出，因而面临较大的资金压力。

表 7 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
棚户区改造	84,000.00	47,531.91	36,468.09
安置房建设	117,700.00	27,974.54	89,725.46
污水处理厂配套管网工程项目	32,255.85	1,527.35	30,728.50
海克标准厂房	36,000.00	431.03	35,568.97
公租房三期项目（107.1 亩）	17,200.00	300.10	16,899.90
标准厂房二期配电工程	1,000.00	174.57	825.43
物料循环管廊项目	18,581.85	5,335.77	13,246.08
电镀中心项目*	54,590.23	11,888.51	42,701.72
标准厂房四期项目*	43,321.80	20,440.22	22,881.58
绿色住宅建筑示范工程项目*	96,121.11	37,122.94	58,998.17
合计	500,770.84	152,726.94	348,043.90

注：标*项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

公司继续获得政府补助等外部支持

2017年公司获得政府补助8,464.08万元，为企业发展资金，全部计入其他收益科目。另外，2017年松木经开区财政局向公司拨付货币资金50,626.00万元，增加资本公积；向子公司衡阳伟达开发建设有限公司拨付货币资金10,303.31万元，增加资本公积。

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2017年公司合并范围无变化，仍有两家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项和存货等占比较大，资产流动性较弱

2017年末公司总资产规模99.37亿元，同比增长12.56%，仍以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。2017年末公司货币资金余额12.79亿元，其中6.30亿元定期存款用于质押。应收账款11.48亿元全部为应收松木经开区财政局款项，按期末余额统计账龄1年以内的占比69.00%、1-2年的占比31.00%，回收时间不确定，已计提坏账准备576.92万元。其他应收款主要为与衡阳市石鼓区金源街道农民安置房项目建设协调指挥部、衡阳松木开发建设投资有限公司、松木经开区管委会、中民筑友建设有限公司等单位的往来款，前五名对象欠款余额合计占比99.72%，按期末余额统计账龄1年以内的占比93.41%。2017年末公司应收款项账面余额合计13.32亿元，占总资产的13.41%，对营运资金形成一定占用，回收时间不确定。

公司存货规模较大，2017年末账面价值65.89亿元，占总资产的66.31%；其中拟开发土地28.70亿元，为13宗性质为出让的国有土地使用权，全部为商服用地，截至2017年末有账面价值合计11.83亿元的5宗国有土地使用权用于抵押；工程建设24.20亿元，为工程业务投资成本；开发成本12.98亿元，为土地整理业务成本。

表 8 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	127,928.43	12.87%	125,707.10	14.24%
应收账款	114,806.18	11.55%	67,365.86	7.63%
其他应收款	18,401.35	1.85%	20,865.96	2.36%
存货	658,889.59	66.31%	630,576.98	71.43%
流动资产合计	925,083.28	93.10%	844,726.37	95.69%
在建工程	68,403.16	6.88%	37,942.31	4.30%
非流动资产合计	68,580.27	6.90%	38,055.26	4.31%
资产总计	993,663.55	100.00%	882,781.63	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为在建工程。2017年末在建工程为棚户区改造、标准厂房四期和海克标准厂房三个项目的投资成本，账面余额分别为4.75亿元、2.04亿元及431.03万元，工程进度分别为56.59%、62.26%和1.20%。整体来看，跟踪期内，公司资产规模继续增长，以流动资产为主，应收款项和存货等占比较大，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入继续增长，政府补助明显提升了公司利润水平

2017年公司实现营业收入8.41亿元，同比增长6.92%，来自土地整理和工程建设业务，综合毛利率水平相对稳定。在建项目投资规模较大，未来收入持续性较好。2017年公司获得政府补助8,464.08万元，全部计入其他收益，为当期利润总额的48.37%；政府补助对公司的利润水平补充作用明显。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	84,086.76	78,646.27
其他收益	8,464.08	-
营业利润	17,507.13	8,668.74
营业外收入	-	8,032.50
利润总额	17,499.07	16,699.34
综合毛利率	14.09%	14.32%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，且在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

经营活动方面，2017 年公司主营业务现金回流规模明显提升，但同时项目支出规模仍较大，另外往来款活动较为频繁，往来款现金净流出。受以上因素影响，公司 2017 年收现比提升至 1.56，但经营活动现金仍然净流出 6.74 亿元。

投资活动方面，公司支出主要集中于在建工程方面，2017年投资活动现金净流出3.24亿元。筹资活动方面，2017年公司及子公司获得松木经开区拨付资金6.09亿元，另外借款规模大幅增加，除去偿债支出后筹资活动现金净流入10.20亿元。

截至2017年底，公司主要在建工程项目尚需投资34.80亿元，资金支出压力较大，短期内现金流状况难以改变。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.56	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	131,337.85	84,462.42
收到的其他与经营活动有关的现金	180,406.91	143,058.77
经营活动现金流入小计	311,744.75	227,521.19
购买商品、接受劳务支付的现金	113,721.23	113,196.80
支付的其他与经营活动有关的现金	258,276.83	144,068.24

经营活动现金流出小计	379,180.13	258,299.00
经营活动产生的现金流量净额	-67,435.37	-30,777.81
投资活动产生的现金流量净额	-32,389.93	-21,594.28
筹资活动产生的现金流量净额	102,046.63	105,983.38
现金及现金等价物净增加额	2,221.33	53,611.30

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

公司有息债务规模增加，偿债压力较大

2017年末公司负债总额同比增长7.57%，得益于资本公积提升，所有者权益同比增长17.96%，产权比率下降至98.62%，所有者权益对负债的保障程度有所提高。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	493,380.37	458,668.14
所有者权益	500,283.18	424,113.50
产权比率	98.62%	108.15%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年末公司负债结构有所变化，以非流动负债为主，非流动负债占比53.26%。

公司流动负债主要由应付账款、应交税费和其他应付款等构成。2017年末应付账款余额8.05亿元，有所下降，全部为应付工程款；应交税费累计至1.64亿元，主要为企业所得税和增值税；其他应付款期末余额13.33亿元，1年以内的占比98.79%，其中金额较大的为应付松木经开区财政局1.33亿元往来款和应付衡阳市金源开发建设投资有限公司往来款7.11亿元。

公司非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017年末公司长期借款余额19.54亿元，其中质押借款6.24亿元，质押物为银行定期存单；抵押借款8.30亿元，抵押物为国有土地使用权；保证借款5.00亿元。公司应付债券为本期债券。2017年末公司长期应付款余额1.78亿元，含1.00亿元自中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）取得的基金借款和0.78亿元自国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）取得的专项资金借款，年化利率均为1.2%；其中农发基金借款用于棚户区改造项目，将于2019-2030年间分期清偿；国开基金借款为松木污水处理厂配套管网工程等项目的配套建设资金，将于2027-2029年清偿。

表 12 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
应付账款	80,478.90	16.31%	91,456.48	19.94%
应交税费	16,379.06	3.32%	12,828.66	2.80%
其他应付款	133,257.37	27.01%	143,408.29	31.27%
流动负债合计	230,582.45	46.74%	247,848.14	54.04%
长期借款	195,350.00	39.59%	193,000.00	42.08%
应付债券	49,627.92	10.06%	0.00	0.00%
长期应付款	17,820.00	3.61%	17,820.00	3.89%
非流动负债合计	262,797.92	53.26%	210,820.00	45.96%
负债合计	493,380.37	100.00%	458,668.14	100.00%
其中：有息债务	262,797.92	53.26%	210,820.00	45.96%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年末公司有息债务规模为26.28亿元，同比增长24.66%，有息债务占负债总额的比重提升至53.26%。

2017年末公司资产负债率降至49.65%，流动比率和速动比率略有提升，但资产流动性偏低。EBITDA规模相对稳定，随着有息债务规模的增长，EBITDA对有息债务的保障程度有所下降，2017年EBITDA利息保障倍数为1.71。整体来看，公司偿债压力仍较大。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	49.65%	51.96%
流动比率	4.01	3.41
速动比率	1.15	0.86
EBITDA（万元）	18,463.01	18,258.38
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.91
有息债务/EBITDA	14.23	11.55

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2017年衡阳市地区生产总值持续增长，固定资产投资增长较快，为公司发展提供了良好基础。公司土地整理业务和工程建设业务持续性较好。2017年公司获得增资和政府补助等外部支持。

同时，我们也关注到一些风险因素。公司资产以应收款项和存货为主，流动性较弱。

公司在建项目投资规模较大，而经营活动现金流表现较差，因而面临较大的资金压力。公司有息债务规模增长，EBITDA对有息债务的保障程度下降，面临较大的偿债压力。

基于以上分析，经鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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
流动资产：			
货币资金	127,928.43	125,707.10	9,095.81
应收账款	114,806.18	67,365.86	70,805.34
预付款项	1,657.73	210.46	-
其他应收款	18,401.35	20,865.96	25,295.38
存货	658,889.59	630,576.98	545,045.66
其他流动资产	3,400.00	-	-
流动资产合计	925,083.28	844,726.37	650,242.19
非流动资产：			
固定资产	9.76	2.11	4.12
在建工程	68,403.16	37,942.31	27,999.34
递延所得税资产	167.35	110.84	120.73
非流动资产合计	68,580.27	38,055.26	28,124.18
资产总计	993,663.55	882,781.63	678,366.38
流动负债：			
应付账款	80,478.90	91,456.48	56,690.72
应付职工薪酬	179.61	154.70	-
应交税费	16,379.06	12,828.66	7,675.71
应付利息	287.50	-	-
其他应付款	133,257.37	143,408.29	171,649.15
流动负债合计	230,582.45	247,848.14	236,015.59
非流动负债：			
长期借款	195,350.00	193,000.00	20,700.00
应付债券	49,627.92	-	-
长期应付款	17,820.00	17,820.00	17,820.00
非流动负债合计	262,797.92	210,820.00	38,520.00
负债合计	493,380.37	458,668.14	274,535.59
股东权益：			
实收资本	30,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	406,695.86	345,766.55	339,521.55
盈余公积	5,659.97	4,389.09	2,861.42
未分配利润	57,927.34	43,957.86	31,447.82
归属于母公司所有者权益合计	500,283.18	424,113.50	403,830.79
所有者权益合计	500,283.18	424,113.50	403,830.79
负债和所有者权益总计	993,663.55	882,781.63	678,366.38

资料来源：公司 2015-2017 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、营业总收入	84,086.76	78,646.27	65,063.88
减：营业成本	72,242.36	67,383.39	52,729.45
税金及附加	1,208.91	735.32	-
管理费用	558.37	570.85	911.31
财务费用	808.07	1,327.51	1,739.60
资产减值损失	226.01	-39.54	-17.49
其他收益	8,464.08	-	-
二、营业利润	17,507.13	8,668.74	9,701.01
加：营业外收入	-	8,032.50	9,300.00
减：营业外支出	8.05	1.90	-
三、利润总额	17,499.07	16,699.34	19,001.01
减：所得税	2,258.70	2,661.64	2,931.25
四、净利润	15,240.37	14,037.71	16,069.76
持续经营净利润	15,240.37	14,037.71	-
归属于母公司所有者的净利润	15,240.37	14,037.71	16,069.76
五、综合收益总额	15,240.37	14,037.71	16,069.76
归属于母公司普通股股东综合收益总额	15,240.37	14,037.71	16,069.76

资料来源：公司 2015-2017 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
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	131,337.85	84,462.42	76,928.90
收到其他与经营活动有关的现金	180,406.91	143,058.77	163,325.61
经营活动现金流入小计	311,744.75	227,521.19	240,254.51
购买商品、接受劳务支付的现金	113,721.23	113,196.80	278,365.34
支付给职工以及为职工支付的现金	387.61	254.33	286.84
支付的各项税费	6,794.46	779.64	191.52
支付其他与经营活动有关的现金	258,276.83	144,068.24	42,958.03
经营活动现金流出小计	379,180.13	258,299.00	321,801.73
经营活动产生的现金流量净额	-67,435.37	-30,777.81	-81,547.22
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28,989.93	21,594.28	22,570.86
支付其他与投资活动有关的现金	3,400.00	-	-
投资活动现金流出小计	32,389.93	21,594.28	22,570.86
投资活动产生的现金流量净额	-32,389.93	-21,594.28	-22,570.86
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	60,929.31	6,245.00	112,265.07
取得借款收到的现金	111,450.00	212,000.00	90.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	17,820.00
筹资活动现金流入小计	172,379.31	218,245.00	130,175.07
偿还债务支付的现金	59,100.00	39,700.00	23,190.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,766.28	9,561.62	2,641.17
支付其他与筹资活动有关的现金	466.40	63,000.00	-
筹资活动现金流出小计	70,332.68	112,261.62	25,831.17
筹资活动产生的现金流量净额	102,046.63	105,983.38	104,343.90
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	2,221.33	53,611.30	225.82
期初现金及现金等价物余额	62,707.10	9,095.81	8,869.98
六、期末现金及现金等价物余额	64,928.43	62,707.10	9,095.81

资料来源：公司 2015-2017 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	15,240.37	14,037.71	16,069.76
加：资产减值准备	226.01	-39.54	-17.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4.72	2.36	2.24
财务费用	959.22	1,556.68	1,763.57
递延所得税资产减少	-56.50	9.89	4.37
存货的减少	-17,832.62	-85,531.32	-339,688.87
经营性应收项目的减少	-46,648.98	7,697.98	-75,598.28
经营性应付项目的增加	-19,327.59	31,488.44	315,917.47
经营活动产生的现金流量净额	-67,435.37	-30,777.81	-81,547.22
现金的期末余额	64,928.43	62,707.10	9,095.81
减：现金的期初余额	62,707.10	9,095.81	8,869.98
现金及现金等价物净增加额	2,221.33	53,611.30	225.82

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
产权比率	98.62%	108.15%	67.98%
资产负债率	49.65%	51.96%	40.47%
流动比率	4.01	3.41	2.76
速动比率	1.15	0.86	0.45
EBITDA（万元）	18,463.01	18,258.38	20,766.82
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.91	7.85
有息债务/EBITDA	14.23	11.55	1.85
综合毛利率	14.09%	14.32%	18.96%
收现比	1.56	1.07	1.18

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
衡阳兴安置业有限公司	10,000.00	100%	房地产开发经营，以自有资金从事建设项目的投资与建设，国有资产管理与经营，物业管理，项目管理，仓储物流
衡阳伟达开发建设有限公司	7,500.00	100%	从事建设项目的投资与建设，政府授权的土地整理及新农村建设，城市棚户区改造，园区标准厂房建设，国有资产管理与经营，物业管理，项目管理，仓储服务

资料来源：公司 2017 年审计报告及公开资料

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 $\times 100\%$
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	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。