

2013 年怀化市工业园投资开发有限公司

公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

## 2013年怀化市工业园投资开发有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【336】号 01

债券简称：13 怀化工业  
债/PR 怀化工  
债券剩余规模：4.8 亿元  
债券到期日期：  
2020 年 10 月 29 日  
债券偿还方式：按年付  
息，分次还本，即在债  
券存续期的第 3、4、5、  
6、7 年末各按照发行总  
额的 20%偿还债券本金

### 分析师

姓名：  
邓艰 钟继鑫

电话：  
0755-82820859

邮箱：  
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	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	2019 年 6 月 18 日	2018 年 6 月 22 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对怀化市工业园投资开发有限公司（以下简称“公司”）及其 2013 年 10 月 29 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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：外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司获得一定力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到公司在建项目投入放缓，未来工程进度不明朗，公司回款能力极差，应收款项持续增长，资金占用明显，资产流动性偏弱，公司有息债务增速放缓，但面临的集中偿债压力仍较大等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年，怀化市经济水平保持稳步增长，怀化市地区生产总值为 1,513.27 亿元，同比增长 8.1%。2018 年怀化高新技术产业开发区（以下简称“高新区”或“怀化高新区”）地区生产总值实现 88.82 亿元，同比增长 5.0%，由省级开发区升级为国家级高新区，为公司发展提供了良好基础。
- 公司获得一定力度的外部支持。作为高新区整体开发主体，公司获得一定力度的外部支持。2018 年当地政府向公司拨入 1.57 亿元资本金，增强了公司资本实力；此外，2018 年公司收到了合计 1.73 亿元的财政补贴，对公司利润形成补充。

## 关注：

- **公司在建项目投入放缓，未来工程进度不明朗。**2018 年湖南省财政厅开展压减投资项目、甄别政府债务工作。受此影响，公司部分在建项目的资本投入进度放缓，当前建设进度不达预期，未来工程进度不明朗。
- **公司回款能力极差，应收款项持续增长，资金占用明显，资产流动性偏弱。**2018 年，公司收现比为 0.01，受财政付款安排影响，公司回款能力极差。截至 2018 年末，公司资产以应收款项和存货为主；应收款项持续增长，对公司资金占用明显；公司已抵押土地资产占比较高，资产流动性偏弱。
- **公司有息债务增速放缓，但面临的集中偿债压力仍较大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模达 70.15 亿元，同比增长 14.98%，增速放缓；公司 2019 年 6 月-2020 年需偿付的本金占比为 29.05%，仍面临较大集中偿债压力。

## 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,805,546.65	1,664,506.39	1,397,746.54
所有者权益合计	956,925.93	913,266.29	836,100.65
有息债务	701,538.16	610,144.74	435,729.87
资产负债率	47.00%	45.13%	40.18%
流动比率	7.91	8.21	6.32
营业收入	86,434.76	88,060.57	75,669.46
其他收益	16,272.96	1,687.54	0.00
营业外收入	1,048.89	22,476.28	15,784.69
利润总额	34,429.45	34,432.40	28,864.64
综合毛利率	32.33%	22.08%	19.31%
EBITDA	46,746.65	41,409.29	38,673.82
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.00	1.55
经营活动现金流净额	818.84	-158,351.29	-162,225.67

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

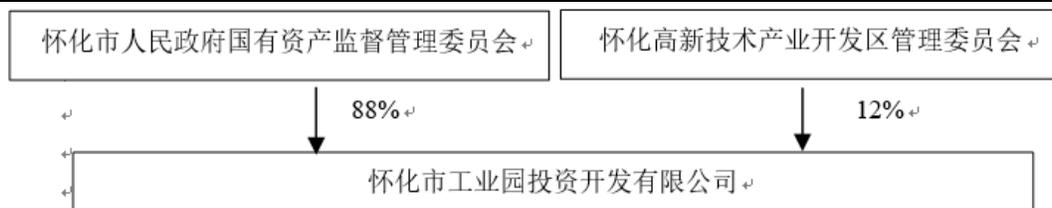
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年10月29日公开发行12亿元公司债券，募集资金原计划用于湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目。截至2019年3月末，本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2018-2019年4月，公司名称、注册资本、股东及实际控制人与主营业务均未发生变更。截至2019年4月末，公司注册资本与实收资本均为10,000.00万元，控股股东及实际控制人仍为怀化市人民政府国有资产监督管理委员会，股权关系如下图所示。2018年，公司董事长、法定代表人变更为张金凤，新增覃秀臣为董事兼总经理，向秀胜、张兆华为公司兼职董事，尹冠霖等为公司职工董事，高管变动未对公司经营造成负面影响。

**图1 截至2019年4月30日公司产权及控制关系**



资料来源：公开信息查询，中证鹏元整理

2018年以来，公司主营业务未发生变化，仍为土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设、管理、运营、维修等。截至2018年末，公司纳入合并范围的一级、二级子公司合计9家，本年合并范围新增2家一级子公司，具体如下。

**表1 2018年公司新纳入合并范围的公司情况（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
怀化绿谷新能源产业投资基金企业（有限合伙）	100%	-	投资、咨询服务	投资设立
怀化市兴安新材料科技有限公司	100%	1,000	新材料加工、销售	投资设立

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

## 我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

## 2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018年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
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)	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债

			务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2018年怀化市经济保持稳步增长,固定资产投资增长放缓

2018年怀化市经济维持稳步增长,经济实力进一步增强,全年实现地区生产总值1,513.27亿元,按可比价格计算,增长8.1%。2018年末怀化市常住人口497.96万人,人均GDP为30,449元,仅为2018年全国人均GDP的47.10%,仍保持较低水平。

2018年怀化市产业结构持续优化,三次产业构成比由上年的13.9: 35.8: 50.3调整为12.5: 30.5: 57.0,第三产业规模最大且占比持续扩大,第三产业对GDP增长贡献率为55.7%。工业方面,全市规模以上工业增加值增长7.5%,全市园区(省级以上产业园区)规模以上工业增加值增长8.3%;全市规模以上工业企业实现主营业务收入845.17亿元,增长10.9%。

怀化市固定资产投资增速回落,2018年全市固定资产投资(不含跨区投资)增长11.4%,增速较上年下降3.2个百分点。房地产方面,2018年房地产开发投资增长19.0%;房屋施工面积2,091.12万平方米,增长19.8%;房屋竣工面积229.96万平方米,下降18.2%;商品房销售面积882.99万平方米,增长14.6%。2018年怀化市零售贸易保持稳步增长,全市实现社会消费品零售总额665.19亿元,增长10.0%。对外贸易方面,全市实现外贸进出口总额(海关口径)8,165万美元,其中,出口总额7,167万美元,进口总额998万美元。

**表3 2017-2018年怀化市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,513.27	8.1%	1,503.97	7.7%
第一产业增加值	188.99	3.8%	208.49	4.0%
第二产业增加值	461.10	7.9%	538.56	5.7%
第三产业增加值	863.18	9.4%	756.92	10.6%
工业增加值	-	-	552.51	6.1%
固定资产投资	-	11.4%	1,235.74	14.2%
社会消费品零售总额	665.19	10.0%	620.90	10.5%
进出口总额（亿美元）	0.82	-	0.95	47.5%
存款余额	2,003.00	2.9%	1,946.34	10.8%
贷款余额	1,126.33	9.3%	1,030.53	12.5%
人均GDP（元）		30,449		30,445
人均GDP/全国人均GDP		47.10%		51.03%

资料来源：怀化市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年怀化市实现公共财政收入89.72亿元，同比增长7.58%，其中税收收入62.99亿元，占公共财政收入比重为70.21%；实现政府性基金收入53.22亿元；同期怀化市公共财政支出为459.01亿元，同比增长11.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.55%。

**怀化高新区的地区生产总值缓速增长，2018年升级为国家高新技术产业开发区，整体实力仍偏弱**

2018年2月28日，国务院批复同意（国函[2018]51号）怀化高新区由省级开发区升级为国家高新技术产业开发区，规划面积4平方公里，成为武陵山片区首家、湖南省第8家国家高新区，有力促进园区发展。

2018年怀化高新区地区生产总值88.82亿元，同比增长5.0%，增速较上年下降10.3个百分点。其中第一产业增加值完成0.50亿元，同比下降7.0%；第二产业增加值完成83.50亿元，同比增长5.3%；第三产业增加值完成4.82亿元，同比增长2.3%。整体来看，怀化高新区经济以工业为主，但经济总量不大，增速同比大幅放缓，园区工业规模较小，整体实力偏弱。怀化高新区作为国家高新技术产业开发区，未来有获得更多政策性优惠的可能。

**表4 2017-2018年怀化高新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	88.82	5.0%	84.55	15.3%
第一产业增加值	0.50	-7.0%	0.54	-39.3%
第二产业增加值	83.50	5.3%	79.30	17.0%

第三产业增加值	4.82	2.3%	4.71	1.9%
---------	------	------	------	------

资料来源：怀化高新技术产业开发区统计办

2018年怀化市高新区实现公共财政收入4.61亿元，同比下降12.16%，主要系受减税降费影响；实现政府性基金收入0.43亿元。同期怀化市高新区公共财政支出为5.68亿元，同比下降10.69%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为81.19%。

## 四、经营与竞争

公司主要承担怀化高新区规划范围内的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设、管理、运营、维修等任务。2018年公司营业收入为86,434.76万元，与上年基本持平。公司收入仍以施工工程、土地开发为主，公共服务收入、房屋出租收入对公司营业收入有一定补充。毛利率方面，公司2018年综合毛利率为32.33%，较上年增加10.25个百分点，主要系公司施工工程业务、土地开发业务结算情况改善所致。

**表5 2017-2018年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
施工工程收入	59,153.83	33.05%	55,025.12	21.25%
土地开发收入	18,412.63	33.05%	25,015.65	24.81%
公共服务收入	7,557.25	15.20%	7,660.60	16.24%
房屋出租收入	1,311.05	88.69%	324.52	90.06%
其他收入	0.00	0.00%	34.68	24.01%
<b>合计</b>	<b>86,434.76</b>	<b>32.33%</b>	<b>88,060.57</b>	<b>22.08%</b>

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

### 2018年，公司施工工程业务收入增长，结算的代建服务比例较高

公司施工工程收入来源于公司为怀化高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）代建基础设施项目取得的收入。该业务主要模式为：高新区管委会将项目发包给公司，公司负责项目建设资金的筹措。在实际操作中，怀化高新技术产业开发区财政局（以下简称“高新区财政局”）按照合同规定的施工进度节点结算，根据公司代建项目实际发生的建设支出核定工程项目建设成本，并给予一定比例的代建服务费，比例根据具体合同而定。公司依据高新区财政局或高新区管委会出具的收入确认函确认代建项目收入。值得注意的是，公司并未与高新区财政局或高新区管委会就回款时间进行约定，公司需先行垫付资金，政府付款安排受其资金安排影响，回款时间不确定。2018年，公司确认施工工程收入59,153.83万元，同比增长7.50%；毛利率为33.05%，较上年增长11.80个百分点。

点，系2018年结算的代建服务费比例较高所致。

**表6 2018年公司施工工程业务收入明细（单位：万元）**

项目	收入	成本	毛利率
配套基础设施项目二期建设项目	27,039.87	18,103.20	33.05%
垃圾场建设一期	12,983.35	8,692.35	33.05%
舞水河大溪段河道治理	9,090.26	6,085.93	33.05%
土地整治项目一期	4,705.00	3,150.00	33.05%
照镜坳安置区建设项目	2,824.45	1,890.97	33.05%
进出加工基地建设项目	2,510.89	1,681.04	33.05%
<b>合计</b>	<b>59,153.83</b>	<b>39,603.49</b>	<b>33.05%</b>

注：收入不含税。

资料来源：公司提供

**公司在建项目工程投入放缓，建设进度不达预期，未来工程进度不明朗**

2018年4月7日，根据《湖南省财政厅关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，为防范化解政府性债务风险，各地应按照“停、调、缓、撤”的原则压减投资项目。对不属于中央重点项目和湖南省委省人民政府安排的12件民生实事的项目与湖南省人民政府工作报告明确的重点项目，未开工建设的，一律停建；虽已开工建设，但停止之后无重大影响的，一律暂缓；虽已开工建设且停建会造成重大影响的项目，要从严调减投资规模；对于2017年7月15日以后举借的系统外需要财政资金偿还的债务，撤销相应项目，对异地扶贫搬迁、棚户区改造等中央重点项目和省委省政府安排的12件民生实事项目以及省政府工作报告明确的重点项目，要通过统筹资金、盘活资产等方式重点保障，但不能作为违规举债的借口。

同时，在整体融资环境下行及湖南省融资平台违约风险上升情况下，湖南地区投融资平台的融资渠道收缩。

截至2018年末，公司主要的在建项目主要有标准化厂房、创业服务中心、配套基础设施建设、物流园项目、园区公租房和竹站溪项目，计划投资44.06亿元，已投资32.58亿元，至少尚需投入14.49亿元，中证鹏元关注到，受前述政策影响，公司在建工程进度投入放缓，当前建设进度不达预期，未来工程进度不明朗。

**表7 截至2018年末公司主要的在建项目明细（单位：亿元）**

项目名称	项目周期	计划总投资额	已投资额
标准化厂房	2016-2019	21.65	10.46
创业服务中心	2016-2017	1.21	1.04
配套基础设施	2012-2018	11.50	13.96
物流园项目	2016-2018	3.60	0.63

园区公租房	2016-2017	1.60	2.15
竹站溪项目	2014-2017	4.50	4.34
<b>合计</b>	-	<b>44.06</b>	<b>32.58</b>

资料来源：公司提供

此外，截至2018年末本期债券募投项目已完成投资24.11亿元，已基本完工。该项目主要通过代建基础设施项目并回购、以及土地整理后出让的形式取得收益，具体来看：本期债券募投项目的土地相关子项目进行开发整理后挂牌出让取得的收入，扣除相关费用后，全部留存公司，相关土地收入的实现依据出让价格有一定波动；自2013年起，公司以配套基础设施项目、道路工程的成本结算金额的10%提取管理费，作为本期债券募投项目中代建基础设施项目的收益，已确认部分收入，尚有6.16亿元的成本待结转。

#### 公司土地开发业务具有一定专营性，实际结算的毛利较高

公司土地开发业务主要集中于高新区内，具体的业务模式是：公司对高新区范围内的规划土地进行征地、拆迁及土地平整，达到净地条件后，交由当地土地收储中心通过招拍挂程序进行出让，该等业务具有一定专营性。相关土地出让款按一定比例返还公司，公司以高新区管委会出具的项目结算书金额确认收入。高新区位于怀化市市郊，园区规划范围内人口居住密集度较低，拆迁成本相对较低，土地开发毛利相对较高。

2018年，公司完成4项土地平整项目，土石方工程场地平整工程量合计为2,422.84立方米。公司2018年确认土地开发收入18,412.63万元，同比下降26.40%，系2018年结算规模减少所致；毛利率为33.05%，较上年增加8.24个百分点。

**表8 2018年公司土地开发业务收入明细（单位：立方米、万元）**

项目	工程量	收入	成本
湘维公司土地平整项目	1,162.36	8,680.83	5,811.81
蔬菜项目土地平整项目	230.19	1,719.15	1,150.97
华洋铜业土地平整项目	635.46	5,063.94	3,390.31
湘虹葛业土地平整项目	394.83	2,948.70	1,974.16
<b>合计</b>	<b>2,422.84</b>	<b>18,412.63</b>	<b>12,327.25</b>

资料来源：公司提供

公司正在开发的土地全部位于高新区范围内，当前已经投入而尚未结转的土地开发成本为21.45亿元。公司当前已整理未结算收入的土地开发成本有一定规模，预计未来结算后可为公司带来一定的收入，但受当地土地市场成交影响，收入存在波动，毛利率受高新区管委会实际结算情况有一定波动。

#### 公共服务收入较稳定，为公司营业收入提供了一定补充

公共服务收入来源于公司运营自建的以及政府划入公司固定资产-市政基础设施取得

的收入。根据2015年公司与高新区财政局签订的《公共服务资产政府购买服务协议》，政府购买服务的资产范围包括经政府授权划入公司或经政府授权由公司投资建设和管理、为社会公众提供服务的城市道路、桥梁、交通设施、公共照明设施、环保设施、防灾设施、健身设施、广场及公共构筑物、其他公共设施等资产。对于公司运营自建的市政基础设施，由公司负责建设资金的筹措。政府不回购该类基础设施，而是由公司运营该类资产，政府就公司的运营服务向公司支付费用，购买服务期限为25年（2015年-2040年）。高新区财政局或高新区管委会按照保本微利原则，支付相关费用补偿企业资产因提供社会公共服务而造成的资产损耗。服务费按年度确定，按季度支付，原则上包括资产的折旧费、资产管理维护费用、适当的利润及税金，由高新区财政局或高新区管委会核定金额并支付。

2018年，公司取得公共服务收入为7,557.25万元，毛利率15.20%，收入规模及毛利率情况较稳定。公司当前拥有的该类市政基础设施规模较大，且与政府签订了25年的购买服务合同，未来的收入稳定性较有保障。

#### 公司获得一定力度的外部支持

作为高新区的投融资开发主体，公司承担了较重的开发任务。为保证公司园区开发的顺利推进，高新区管委会在资产注入及财政补贴方面继续给予了公司一定力度的支持。

资产注入方面，2018年公司获得高新区管委会拨入的资本金15,707.92万元；财政补贴方面，高新区财政局向公司拨付合计17,259.19万元的资金，占2018年公司利润总额的50.13%。

**表9 2018年公司得到的政府支持情况（单位：万元）**

1、资本金划拨	
政策文件名称	资产价值
关于怀化市工业园投资开发有限公司拨入资本公积的通知	15,707.92
2、财政补贴	
内容	补贴金额
城市基础设施建设补贴	13,700.00
保障性安居工程及重点流域水环境综合治理基建资金	1,368.00
公共租赁租房补助专项资金	741.68
棚户区改造	463.28
政府补助	986.23
<b>合计</b>	<b>17,259.19</b>

资料来源：公司提供

## 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信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。截至2018年末，公司纳入合并范围的一级、二级子公司合计9家，本年合并范围新增2家一级子公司，具体变化见表1。

## 资产结构与质量

公司应收款项持续增长，资金占用明显；已抵押土地资产占比较高，资产流动性偏弱。截至2018年末，公司总资产为180.55亿元，同比增长8.47%。2018年末，公司流动资产占总资产比重为90.97%，为公司资产的主要组成部分。

**表10 2017-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,871.36	4.59%	104,826.33	6.30%
应收票据及应收账款	363,683.55	20.14%	265,814.82	15.97%
其他应收款	202,208.24	11.20%	203,492.52	12.23%
存货	987,339.83	54.68%	870,492.86	52.30%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,642,445.09</b>	<b>90.97%</b>	<b>1,459,257.42</b>	<b>87.67%</b>
固定资产	142,458.10	7.89%	148,950.58	8.95%
<b>非流动资产合计</b>	<b>163,101.56</b>	<b>9.03%</b>	<b>205,248.97</b>	<b>12.33%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,805,546.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,664,506.39</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司货币资金为8.29亿元，主要为银行存款，其中4,000.00万元定期存款用于银行借款质押，流动性受限。截至2018年末，公司应收账款账面价值为36.37亿元，同比增加36.82%，其中应收高新区财政局、怀化市工业园住得好房地产开发有限公司、怀化市人民政府国有资产监督管理委员会和中方县中方镇七房村村民委员会等政府部门和相关单位的项目结算款，占全部应收账款的99.99%。公司应收款项账龄较长，1年以上的比例为71.97%。截至2018年末，公司其他应收款账面价值为20.22亿元，主要为应收政府单位及关联方的往来款。公司应收款项的对象主要为怀化高新区政府部门及国有单位，其中应收高新区财政局款项合计44.85亿元，占总资产的24.84%，回收风险较小，但对公司资金造成一定占用。截至2018年末，公司存货为98.73亿元，同比增长13.42%，主要系本年公司土地开发成本

增加。公司存货主要由开发成本、土地开发成本和土地资产构成，账面价值分别为24.01亿元、21.45亿元、44.33亿元。开发成本主要系公司在建的施工工程项目；土地开发成本主要为土地整理费、房屋拆迁费及相关税费；土地资产方面，公司账面有66宗土地使用权，账面价值合计44.33亿元，面积合计477.48万平方米，主要为工业、商服、住宅、商住用地。其中，2018年公司新增3宗工业用地，面积合计28.90万平方米，账面价值合计6,940.53万元。公司土地资产中账面价值27.35亿元，面积为312.13万平方米的35宗土地使用权已被抵押，抵押土地使用权价值占土地总价值比重为61.69%。

公司非流动资产主要为固定资产。2018年末固定资产账面价值为14.25亿元，主要为市政基础设施。

总体来看，2018年公司应收款项持续增长，对公司资金占用明显，土地资产大部分已抵押，资产流动性仍然偏弱。

## 盈利能力

**跟踪期内，公司收入保持稳定，施工工程、土地开发业务结算比例提高，盈利改善**

2018年公司营业收入为86,434.76万元，与上年基本持平。毛利率方面，由于公司施工工程业务、土地开发业务结算比例提高，公司2018年综合毛利率为32.33%，较上年增加10.25个百分点。

2018年，公司利润总额为34,429.45万元，与上年基本持平。2018年公司收到财政补贴17,259.19万元，计入其他收益及营业外收入科目，占同期利润总额的50.13%，是公司利润的有益补充。

**表11 2017-2018年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	86,434.76	88,060.57
营业利润	33,411.63	12,050.02
其他收益	16,272.96	1,687.54
利润总额	34,429.45	34,432.40
营业外收入	1,048.89	22,476.28
综合毛利率	32.33%	22.08%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年公司回款能力极差，融资规模缩减，项目投入大幅减少，经营活动现金流呈**

## 现净流入

2018年，公司收现比为0.01，收现能力弱。公司收现情况主要受高新区管委会、高新区财政局付款安排影响，近年有较大波动。2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金为20,634.16万元，同比下降90.01%，主要系2018年受政策环境变化、融资收紧影响，公司主要在建工程投入大幅放缓所致，由此公司经营活动现金流出规模大幅减少。综合来看，2018年公司经营活动现金流呈现净流入。

2018年，投资活动现金净流出规模较小。2018年，公司融资规模收缩，筹资活动产生的现金流量净额为3.30亿元，同比大幅下降。2018年融资渠道受限收紧，可能会继续影响在建项目的后期进度。

**表12 2017-2018年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.01	0.53
销售商品、提供劳务收到的现金	653.18	47,081.21
收到的其他与经营活动有关的现金	59,424.71	83,958.70
经营活动现金流入小计	60,077.89	131,039.91
购买商品、接受劳务支付的现金	20,634.16	206,488.87
支付的其他与经营活动有关的现金	24,869.94	57,428.48
经营活动现金流出小计	59,259.05	289,391.20
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>818.84</b>	<b>-158,351.29</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,288.01</b>	<b>-11,706.58</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>33,014.19</b>	<b>181,944.58</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>26,545.02</b>	<b>11,886.70</b>

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务增速放缓，但面临的集中偿债压力仍较大

截至2018年末，公司负债总额为84.86亿元，同比上升12.96%，公司融资规模扩大；所有者权益总额为95.69亿元，同比增加4.78%，主要系本年高新区管委会拨入现金补充公司资本公积所致。综上影响，2018年负债与所有者权益比率为88.68%，同比增加6.42个百分点，所有者权益对负债的保障程度减弱。

**表13 2017-2018年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	848,620.72	751,240.10
所有者权益	956,925.93	913,266.29

负债与所有者权益比率	88.68%	82.26%
------------	--------	--------

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司应付票据及应付账款余额为2.60亿元，主要为因工程项目尚未竣工结算而未支付给建筑公司的工程款及材料款等，账龄主要在3年以上。截至2018年末，公司其他应付款为8.07亿元，主要是公司与其他单位之间的借款及保证金。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债余额为5.69亿元，均为一年内到期的长期借款。

公司负债仍以非流动负债为主，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2018年末，公司长期借款为19.88亿元，同比下降16.52%。2018年末公司应付债券余额为21.64亿元，主要包括本期债券、2017年度三期非公开定向债务融资（5年，发行金额合计12.50亿元）和2018年度第一期债权融资计划（5年，发行金额4.5亿元，利率为8.25%）。截至2018年末，公司长期应付款余额为22.57亿元，同比增长60.61%，主要系公司新增政府债务置换款项5.71亿元、新增融资租赁款2.81亿元。政府债务置换款项主要对公司借款进行置换，拉长了公司借款的偿还期限，但公司仍负有偿还义务。

**表14 2017-2018年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,780.00	0.45%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	26,000.56	3.06%	25,288.80	3.37%
其他应付款	80,725.32	9.51%	81,673.57	10.87%
一年内到期的非流动负债	56,850.67	6.70%	36,598.67	4.87%
<b>流动负债合计</b>	<b>207,713.24</b>	<b>24.48%</b>	<b>177,694.04</b>	<b>23.65%</b>
长期借款	198,848.33	23.43%	238,213.00	31.71%
应付债券	216,379.23	25.50%	194,814.89	25.93%
长期应付款	225,679.93	26.59%	140,518.18	18.70%
<b>非流动负债合计</b>	<b>640,907.48</b>	<b>75.52%</b>	<b>573,546.06</b>	<b>76.35%</b>
<b>负债总额</b>	<b>848,620.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>751,240.10</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	701,538.16	82.67%	610,144.74	81.22%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

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。利率主要为浮动利率和固定利率，利率区间主要在5.0%-11.7%之间，浮动利率主要为贷款基础利率上下浮动。

2018年，公司有息债务规模持续增加，同比增长14.98%，增速放缓。截至2018年末，公司有息债务规模70.15亿元，占总负债的比例为82.67%。根据公司提供的最新债务偿还

计划（截至2019年5月末），公司2019年6月-2020年需偿付的本金达到17.53亿元，占公司  
有息债务的29.05%，仍面临较大集中偿债压力。

**表15 截至2019年5月末公司有息债务偿还计划（单位：万元）**

项目	2019年6-12月	2020年	2021年	2022年及以后
本金	94,126.56	81,128.47	103,237.45	324,790.10

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司资产负债率为47.00%，较上年增加1.87个百分点。公司流动比率、速动比率分别为7.91和3.15，流动资产对流动负债的覆盖程度与上年相比小幅下降。中证鹏元也注意到，公司资产以土地资产、在建项目和应收款项为主，流动性较弱，一定程度上削弱了资产对债务的保障能力。截至2018年末，EBITDA利息保障倍数为1.30，EBITDA对利息费用的覆盖程度仍较弱，公司债务水平持续上升使EBITDA对有息债务的保障程度较上年同期下降。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	47.00%	45.13%
流动比率	7.91	8.21
速动比率	3.15	3.31
EBITDA（万元）	46,746.65	41,409.29
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.00
有息债务/EBITDA	15.01	14.73

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2019年4月7日），子公司怀化市工业园区正鑫产业投资发展有限公司（报告查询日：2019年4月8日），子公司怀化怡鑫资产经营管理有限公司（报告查询日：2019年6月5日），怀化市兴园工程建设有限公司（报告查询日：2019年6月5日）不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

2018年，公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；作为高新区整体开发主体，公司获得一定力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到2018年湖南省财政厅开展压减投资项目、甄别政府债务工作，公司在建项目投入放缓，未来工程进度不明朗；公司回款能力极差，应收款项持续增长，资金占用明显，已抵押土地资产占比较高，资产流动性偏弱；公司有息债务增速放缓，但面临的集中偿债压力仍较大等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	82,871.36	104,826.33	64,307.03
应收票据及应收账款	363,683.55	265,814.82	219,828.59
其他应收款	202,208.24	203,492.52	163,992.21
存货	987,339.83	870,492.86	608,023.04
总资产	1,805,546.65	1,664,506.39	1,397,746.54
短期借款	3,780.00	0.00	9,500.00
其他应付款	80,725.32	81,673.57	66,150.77
长期借款	198,848.33	238,213.00	218,786.00
应付债券	216,379.23	194,814.89	95,382.87
长期应付款	225,679.93	140,518.18	80,250.00
总负债	848,620.72	751,240.10	561,645.90
有息债务	701,538.16	610,144.74	435,729.87
所有者权益	956,925.93	913,266.29	836,100.65
营业收入	86,434.76	88,060.57	75,669.46
营业利润	33,411.63	12,050.02	13,087.79
其他收益	16,272.96	1,687.54	0.00
营业外收入	1,048.89	22,476.28	15,784.69
净利润	27,951.73	27,474.04	25,625.99
经营活动产生的现金流量净额	818.84	-158,351.29	-162,225.67
投资活动产生的现金流量净额	-7,288.01	-11,706.58	-13,759.68
筹资活动产生的现金流量净额	33,014.19	181,944.58	162,638.47
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	32.33%	22.08%	19.31%
收现比	0.01	0.53	1.14
负债与所有者权益比率	88.68%	82.26%	67.17%
资产负债率	47.00%	45.13%	40.18%
流动比率	7.91	8.21	6.32
速动比率	3.15	3.31	2.69
EBITDA（万元）	46,746.65	41,409.29	38,673.82
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.00	1.55
有息负债/EBITDA	15.01	14.73	11.27

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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

## 附录三 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。