

邵东新区开发建设投资有限公司

2020 年公司债券信用评级报告



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： 

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【74】号 02

分析师

姓名：
桑竹 钟继鑫

电话：
0755-82872242

邮箱：
sangzh@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 13 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

邵东新区开发建设投资有限公司 2020 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 6 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：常德财鑫融资担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，从第 3 年起，每年偿付债券发行总额的 20%，当期利息随本金一同支付

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”）对邵东新区开发建设投资有限公司（以下简称“邵东新区建投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 6 亿元公司债券品种二（以下简称“本期债券”或“品种二”）进行评级，其评级结果为 AA+，该级别反映了品种二安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司项目建设业务持续性较好，获得的外部支持力度很大，此外，常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）提供的保证担保可为品种二的偿付提供保障；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力和偿债压力，存在一定的或有负债风险，且募投项目在债券存续期内的收益不能覆盖品种一和品种二债券本息等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2016-2018 年邵东县分别实现地区生产总值 336.37 亿元、381.56 亿元和 430.00 亿元，增长率分别为 8.2%、10.1%和 11.0%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司项目建设业务持续性较好。公司主要从事邵东县城市基础设施建设等业务，2016-2018 年公司分别实现项目建设收入 4.47 亿元、4.29 亿元和 2.60 亿元。截至 2018 年末，公司代建协议框架下的项目总投资为 13.65 亿元，尚需投资 5.29 亿元，项目建设业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度很大。**公司是邵东县重要的基础设施建设和投融资主体。邵东县人民政府在资产注入、政府补助和免征税费方面给予了公司大力的支持，近三年注入土地和营运资产评估价值合计 79.96 亿元、给予公司政府补助合计 2.81 亿元、免征税费合计 0.60 亿元。
- **第三方担保可为品种二的偿付提供一定的保障。**经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体长期信用等级为 AA+，常德财鑫担保为本期债券品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券偿付提供一定的保障。

关注：

- **公司资产以项目成本和土地资产为主，流动性较弱。**2018 年末，公司存货账面价值为 164.58 亿元，占总资产的 86.57%；其中配套设施成本和土地分别为 25.36 亿元和 139.22 亿元，土地资产中已抵押部分占比 33.03%，且土地集中变现存在一定的难度，资产流动性较弱。
- **公司近三年经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2016-2018 年，公司经营活动现金流分别表现为净流出 1.58 亿元、18.06 亿元和 4.90 亿元。截至 2018 年末，公司在建项目尚需投资 26.12 亿元，随着项目建设的推进，作为邵东县基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2018 年末，公司有息债务合计为 40.71 亿元，占负债总额比重为 95.77%，近三年复合增长率为 91.85%，规模较大且增速较快，随着项目的推进，有进一步上升的趋势；从指标来看，EBITDA 利息保障倍数为 0.80，偿债压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司为湖南邵东新农村建设投资有限公司（以下简称“邵东农投”）提供担保，担保金额为 1.24 亿元，占 2018 年末净资产规模的 0.84%。该笔担保未采取反担保措施，存在一定代偿风险。
- **募投项目在品种一和品种二¹的存续期内的收益不能覆盖品种一和品种二本息。**根据《邵东县城城乡供水一体化建设工程项目可行性研究报告》及公司提供说明，因资金未到位，工程进度延后，预计 2020 年完工；假设品种二于 2020 年发行且募投项目于 2020 年完工，项目在品种二存续期内可产生 7.95 亿元的收入，募投项目在品种一和品种二的债券存续期内收入不能覆盖品种一和品种二债券的本息，且

¹公司于 2017 年向国家发展和改革委员会申请发行不超过人民币 11 亿元邵东新区开发建设投资有限公司公司债券，并于 2019 年 11 月 4 日获得批复，分为品种一和品种二，品种一（5 亿元、7 年期）已于 2019 年 12 月 31 日发行，品种二不超过 6 亿元。

项目运营期较长，建设进度和收益能否达到预期存在不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,901,249.98	1,637,130.76	966,382.12
所有者权益	1,476,147.63	1,218,730.61	791,244.88
有息债务	407,112.14	402,057.19	110,610.00
资产负债率	22.36%	25.56%	18.12%
现金短期债务比	1.75	4.13	38.62
营业收入	64,283.77	60,727.75	58,142.77
营业外收入	12,028.91	11,021.52	11,105.43
利润总额	20,123.51	19,083.16	19,023.84
综合毛利率	15.56%	16.59%	16.80%
EBITDA	20,468.23	19,435.69	19,083.44
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.94	7.43
经营活动现金流净额	-48,993.32	-180,635.10	-15,752.31
收现比	0.81	0.84	1.21

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	580,167.94	533,755.62	225,733.00
所有者权益合计	482,892.92	481,007.29	127,503.78
在保责任余额	-	579,535.00	629,345.00
担保风险准备金	15,130.02	9,739.86	13,749.79
融资担保放大倍数	-	1.01	4.17
当期担保代偿率	-	2.41%	1.16%

注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：常德财鑫担保2016-2018年审计报告及常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

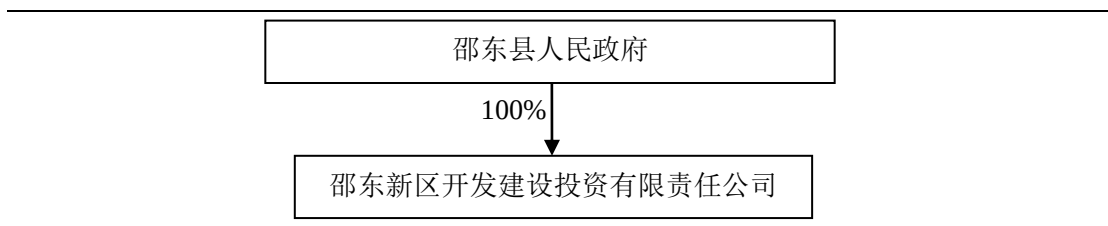
一、发行主体概况

公司成立于2003年4月30日，成立时由湖南邵东经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）出资，注册资本为15,800万元。

根据邵东县人民政府（以下简称“县政府”）2016年1月11日出具的邵政发〔2016〕2号文件《关于邵东新区开发建设投资有限公司无偿划转的决定》以及经开区管委会2016年1月18日出具的《邵东新区开发建设投资有限公司股东决定》，将经开区管委会所持有的公司100%股权无偿划转给县政府。

截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为15,800.00万元，控股股东和实际控制人为邵东县人民政府，持有公司100%股权，公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司从事邵东县的城市基础设施建设和土地整理业务。截至2018年末，公司无纳入合并报表范围的子公司。

二、本期债券概况

债券名称：2020年邵东新区开发建设投资有限公司公司债券（品种二）；

品种二发行总额：不超过6亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，从第3年起，每年偿付本金的20%，当期利息随本金一同支付；

增信方式：由常德财鑫担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

品种二拟募集资金总额为6亿元，其中3.60亿元用于邵东县城供水一体化建设工程

项目，2.40亿元用于补充流动资金，资金投向明细如表1所示。

表 1 品种二募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
邵东县城供水一体化建设工程项目	96,407.58	36,000.00	37.34%
补充流动资金	-	24,000.00	-
合计	96,407.58	60,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目概况

本期债券募投项目为邵东县城供水一体化建设工程项目（以下简称“本期债券募投项目”或“项目”），项目位于邵东县兴隆村，供水管网覆盖邵东县城及两市塘办事处和大禾塘办事处周边村落。项目改建兴隆水厂1座，新建兴隆二水厂1座，共占地110亩，实际供水规模为15.6万立方米/日，主要包括引水工程、水厂工程、配水工程、其他附属工程等，敷设引水管网56.50km，敷设给水管网233.126km。其中兴隆水厂占地48亩，新增供水规模为5.6万立方米/日，建筑面积4,865平方米；兴隆二水厂占地62亩，设计供水规模为10.0万立方米/日，建筑面积6,375平方米。

（二）项目批复情况

本期债券募投项目已经取得的批复如表2所示。

表 2 项目审批文件基本情况

文件名称	出具单位	文号	出具时间
湖南省建设项目选址意见书	邵东县城供水一体化建设工程项目规划管理局	建规[选]字第邵规 Z（2017）01	2017.07.27
关于对邵东县城供水一体化建设工程项目建设用地的预审意见	邵东县国土资源局	邵国土预审字（2017）25 号	2017.08.08
固定资产投资节能登记表	邵东县发展和改革委员会	-	2017.08.16
关于《邵东县城供水一体化建设工程项目环境影响报告表》的审批意见	邵东县环境保护局	邵环开环评（2017）29 号	2017.10.18
关于邵东县城供水一体化建设工程项目社会稳定风险评估报告的审查意见	邵东县维护稳定领导小组办公室	邵稳发（2017）8 号	2017.10.19
关于邵东县城供水一体化建设工程项目可行性研究报告的批复	邵东县发展和改革委员会	邵发改审（2017）417 号	2017.10.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目投资及完工进度

根据湖南省机械工业设计研究院于2017年7月出具的《邵东县城供水一体化建设工

程项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本期债券募投项目总投资96,407.58万元，其中建设投资（含工程费用、工程其他费用、预备费用）87,827.58万元，建设期利息8,580.00万元。项目建设的工期预计为2年，截至2020年1月末，项目已完成投资5,000.00万元，已投入资金主要用于项目前期勘察、土地平整和管道铺设以及设备购置等。

（四）项目经济收益

公司为项目建设及运营单位，根据可研报告，本期债券募投项目建设期2年，运营期20年，项目收入来源为水费收入。水费价格按邵东县物价局出具的文件，县城区域内居民生活用水为2.45元/立方米，县城非居民生活用水3.68元/立方米，特种用水8.00元/立方米；非县城区域内居民生活用水为2.25元/立方米，非县城非居民生活用水3.28元/立方米。项目建成后，供水量达到15.6万立方米/日，考虑到10%的管道漏损，实际收取水费的水量为14.0万立方米/日。根据可研报告和公司提供的资料，项目运营期内可实现收入278,875.49万元。其中，县城居民用水收入131,577.76万元，县城非居民用水收入76,270.47万元，非县城居民用水收入44,959.82万元，非县城非居民用水收入16,385.36万元，特种水收入9,682.07万元；运营期内可实现净利润120,883.74万元，项目投资财务内部收益率（所得税后）为9.20%，财务净现值为8,443.36万元，投资回收期为10.50年。

根据可研报告和公司提供的说明资料，因资金尚未到位，工期进度有所后延，预计2020年完工。公司于2017年向国家发展和改革委员会申请发行不超过人民币11亿元邵东新区开发建设投资有限公司公司债券，分为品种一和品种二，品种一（5亿元、7年期）已于2019年12月31日发行，品种二不超过6亿元，假设品种二于2020年发行且募投项目于2020年完工，项目在品种二存续期内可产生7.95亿元的收入，募投项目在品种一和品种二的债券存续期内收入不能覆盖品种一和品种二债券的本息。

值得注意的是，项目运营期较长，项目收入预测是基于对水厂建成后水费价格及用水量、运营时间等指标的预测前提下，项目建成后实际运营情况或有变动，且存在项目建设进度不达预期的可能性，因而该项目未来收益存在一定不确定性。

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。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），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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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），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。2018年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。

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 3 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作

2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18 号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围, 限定政府出资方式, 引导融资平台市场化运作, 鼓励发展直接融资
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 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 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)	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 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 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

邵东县经济实力快速发展, 但工业以低端传统产业为主, 社会固定资产投资逐年增长

邵东县是邵阳市辖县, 位于湖南省中部, 邵阳市东郊, 东连双峰、衡阳, 南邻祁东, 西接邵阳县、邵阳市双清区, 北交新邵、涟源, 是邵阳市连接长株潭城市群和衡阳市的东大门, 邵阳市与长株潭、衡阳市的商贸往来必经邵东县。邵东县面积1,768平方公里, 截至2017年末, 邵东县下辖18镇4乡1场3个街道办事处和1个省级经济开发区, 全县户籍人口

总数为134.05万人，常住人口93.44万人，人口自然增长率为6.72%，基本条件是旱多雨少、地貌多为丘陵山包。

近年邵东县交通条件不断改善。2017年邵东县打通省级贫困村“断头路”114公里，提质改造农村公路168公里，目前邵东县的铁路线有娄邵、洛湛铁路，主要公路干道有沪昆高速潭邵段、潭邵高速和衡邵高速等，县乡公路交织成网，每100平方公里通车公路密度居邵阳各县首位。2016年1月26日，邵东新火车站开通运营。邵阳武冈机场距离邵东县约145公里，2017年6月28日，邵阳武冈机场通航，自通航日起，武冈机场已通航郑州、北京、长沙、海口等城市，可为邵东县的发展提供一定的便利。

邵东县境内资源较丰富，矿产以煤、石膏为主，已探明煤储量4,000万吨，石膏储量3.2亿吨左右，煤和石膏储量均居湖南省前列。此外，邵东县还有锰、铅、锌、铀、铁、硅砂、重晶石、塑性粘土，石灰石等矿产资源。

近年来邵东县国民经济增长速度较快，2016-2018年分别实现地区生产总值336.37亿元、381.56亿元和430.00亿元，增长率分别为8.2%、10.1%和11.0%，2018年增速预计高于全国4.4个百分点；2018年邵东县人均地区生产总值为4.65万元，预计仍然低于全国人均水平；三次产业结构由2016年的15.4：46.0：38.6调整为2018年的10.0:46.1:43.9，第二、三产业占比较高。

近年邵东县工业持续发展，邵东经开区跻身全省“十强”园区。2018年，邵东县实现工业增加值176.7亿元，同比增长10.0%；主导行业为打火机、箱包皮具、五金、中药材等传统产业，产品偏低端，产业核心竞争力较弱，一旦成本上升或受到其他更低成本竞争产品的冲击，容易失去竞争力而丧失市场，主导产业经济面临较大的转型升级压力。

投资方面，近年邵东县固定资产投资逐年增长，2016-2018年增长率分别为14.8%、17.1%和20.6%，主要源于5,000万元以上项目投资额增速波动影响。2018年全县161个县重点建设项目完成投资109.78亿元，其中27个市级重点项目完成投资63.16亿元，22个市级产业项目完成投资48.15亿元。

表 4 2016-2018 年邵东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	430.00	11.0%	381.56	10.1%	336.37	8.2%
第一产业增加值	42.80	2.5%	53.33	2.3%	51.76	1.0%
第二产业增加值	198.4	10.5%	178.75	10.0%	154.63	7.5%
其中：工业增加值	176.7	10.0%	160.55	9.3%	140.21	7.3%
第三产业增加值	188.8	13.5%	149.47	13.4%	129.98	11.2%

固定资产投资	369.00	20.6%	307.86	17.1%	265.60	14.8%
社会消费品零售总额	194.20	13.0%	171.89	12.5%	152.86	12.1%
进出口总额（亿美元）	-	-	6.79	19.9%	5.66	25.2%
存款余额	462.42	1.29%	456.54	22.89%	371.50	25.44%
贷款余额	240.10	7.6%	223.12	27.3%	175.27	17.27%
三次产业结构	10.0:46.1:43.9		14.0:46.8:39.2		15.4: 46.0: 38.6	
人均 GDP（元）	46,512		40,827		36,119	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.95%		68.43%		66.91%	

注：“-”系无公开数据。

资料来源：2016-2017 年邵东县国民经济和社会发展统计公报，2018 年数据来源于邵东县统计局，中证鹏元整理

2016-2018年，邵东县公共财政收入分别为13.77亿元、14.44亿元和15.58亿元，复合增长率为6.37%，占地方综合财力的比重分别为26.54%、23.60%和24.26%。从公共财政收入结构看，2016-2018年邵东县税收收入占公共财政收入比重分别为55.63%、59.76%和62.00%，虽然占比逐年提升，但仍然不高，公共财政收入稳定性一般。2016-2018年，邵东县上级补助收入占地方综合财力比重分别为70.99%、62.74%和61.64%，处于较高水平。

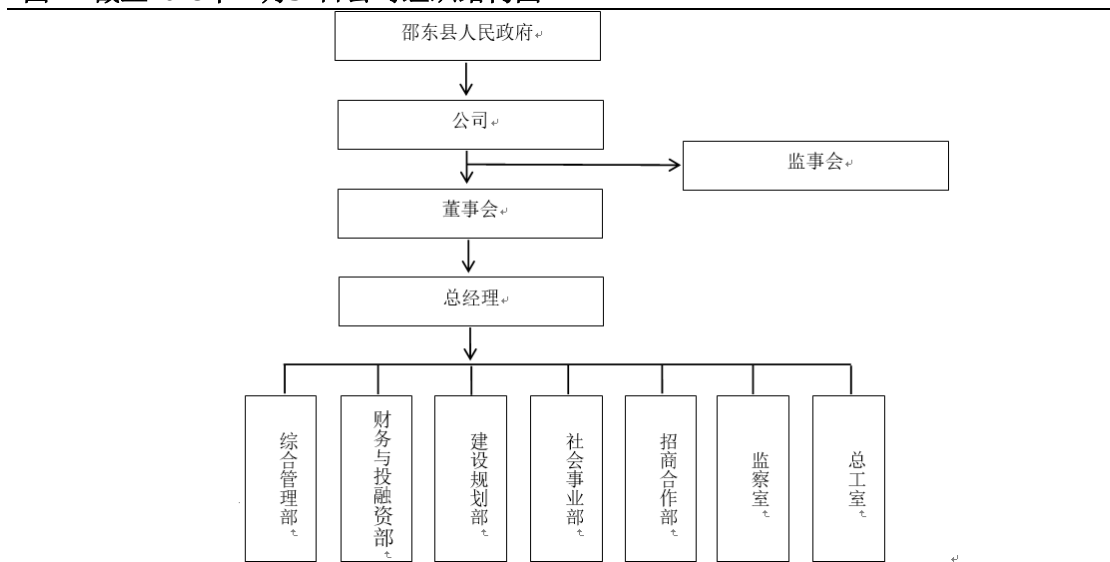
2016-2018年，邵东县公共财政支出分别为54.56亿元、60.57亿元和63.19，复合增长率为7.62%。2016-2018年邵东县财政自给率分别为25.24%、23.84%和24.66%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度低。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和《公司登记管理条例》等有关法律，制定了《邵东新区开发建设投资有限责任公司章程》，按照现代企业制度建立并逐步完善法人治理结构。公司不设股东会，依法设立董事会，董事会全权行使组织、经营、管理、分配等权利。董事会由5名董事组成，其中职工董事1名，董事长1名，董事每届任期三年，可以连任，非职工董事会成员由邵东经济开发区管理委员会委派和更换，董事长、副董事长从董事会成员中指定。公司设总经理1名，由邵东经济开发区管理委员会委任或罢免。公司监事会由7位成员组成，其中职工监事不得低于三分之一，非职工监事由邵东经济开发区管理委员会委派，监事任期每届为三年，任期届满，可连选连任。公司董事及高级管理人员不得再担任公司监事。

公司在组织机构设置方面，根据公司定位、业务特点及业务需要内设建设规划部、社会事业部、招商合作部、财务与投融资部、综合管理部、监察室、总工室7个职能部门，分别负责建设规划、征迁安置、项目招商管理、财务投融资、公司综合事务、监审等事务。公司截至2018年末的组织结构如下图所示。

图2 截至2018年12月31日公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是邵东县重要的基础设施建设和投融资主体之一，从事邵东县的城市基础设施建设和土地整理业务。近年公司收入规模逐年增长，2016-2018年分别实现营业收入5.81亿元、6.07亿元和6.43亿元，近三年复合增长率为5.15%。其中，近年公司土地整理业务收入规模及占比逐年增长，但该业务易受政府土地规划及土地一级市场影响。

毛利率方面，公司项目建设业务和土地整理业务分别按照25.00%和20.00%的成本加成率进行结算，业务毛利率分别为17.60%和14.17%；受土地整理业务收入占比提高的影响，公司综合毛利率逐年下滑。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	38,267.23	14.17%	17,873.81	14.17%	13,474.46	14.17%
项目建设	26,016.54	17.60%	42,853.95	17.60%	44,668.32	17.60%
合计	64,283.77	15.56%	60,727.75	16.59%	58,142.77	16.80%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司土地整理业务收入规模持续增长，但该业务易受当地土地规划及土地一级市场影响，存在不确定性

根据2012年11月20日县政府与公司签订的《邵东县城市基础设施项目建设及土地整理开发委托代建协议书》（以下简称“代建协议框架”），县政府委托公司负责代建邵东县经开区范围内所有配置用地的土地征迁、整理及开发。县政府采取委托包干的方式，将一切与土地征拆整理开发安置相关的费用以包干方式给公司，并指定邵东县财政局财政投资评审中心（以下简称“邵东投资评审中心”）于每年12月20日前对公司土地整理开发投入进行评审，当土地整理达到出让状况时，支付公司土地整理开发成本支出，并按照不低于投资总额的20%支付土地整理项目收益。

根据县政府与公司签订的2016-2018年《邵东县城市基础设施建设项目及土地整理开发项目资产移交协议》，公司完成的土地整理开发项目收入情况见附录三。公司土地整理业务易受当地土地规划及土地一级市场的影响，相关业务收入依靠政府规划，存在较大不确定性。

近年代建项目建设业务收入较有保障，但需关注项目完工和移交情况，且该业务资金回流时间不确定；目前公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力

根据代建协议框架，县政府决定对邵东县城市基础设施建设项目采用“代建工程收取项目收益”模式，支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于投资总额的25%支付项目收益。在实际操作中，县政府或经开区管委会每年末与公司签订《邵东县城市基础设施建设项目及土地整理开发项目资产移交协议》（以下简称“资产移交协议”），确认完工项目的回购总成本，以此作为确认项目建设收入的基础，2016-2018年项目建设收入具体情况见下表。

表 6 2016-2018 年公司基础设施项目确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	毛利率
2018 年		
高速路口、高速引线改扩建工程	2,301.63	17.60%
青何铁路线项目	2,902.01	17.60%
邵东大道路网改造、邵东工业品市场园区道路工程	6,300.28	17.60%
永兴路衡宝路与邵阳大道路段	7,225.67	17.60%
市政广场工程投资	5,942.04	17.60%
赛田农贸市场工程	1,344.92	17.60%
合计	26,016.54	17.60%
2017 年		
怀邵衡娄邵铁路新线	7,352.37	17.60%
棚户改造项目	21,688.40	17.60%
皮具工贸园项目	6,127.07	17.60%

垃圾填埋场项目	7,686.11	17.60%
合计	42,853.95	17.60%
2016 年		
公园路、金龙路、红岭路	24,654.56	17.60%
邵阳路、站前路、北岭路路网工程（二期）	8,599.00	17.60%
火车站站前广场项目	5,531.46	17.60%
竹岭路、兴和路	5,883.30	17.60%
合计	44,668.32	17.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目多为代建协议框架下的项目，仅“17邵东债”和本期债券的募投项目，即“湖南廉桥医药工业科技园项目²”和“邵东县城乡供水一体化建设工程项目”是非代建协议框架下的项目。截至2018年末，公司代建项目共22个，代建项目总投资13.65亿元，累计已投资8.58亿元，待项目完工后，最多能确认收入16.57亿元³。由此，项目建设收入具有一定的持续性，但是收入确认的时间取决于工程完工情况等。另外，代建项目现金回款情况易受政府资金调配影响，回收时间不确定。

截至2018年末，公司在建项目计划总投资合计51.27亿元，尚需投资26.12亿元，面临较大的资金压力。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建的基础设施工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	已投资	建设周期	收益方式
1	湖南廉桥医药工业科技园项目	279,785.29	162,808.76	2016 年 3 月至 2019 年 5 月	自营
2	邵东县城乡供水一体化建设工程项目	96,407.58	5,000.00	24 个月	自营
3	邵水河综合治理项目	20,000.00	31.69	2017 年 6 月至 2020 年 6 月	政府委托代建
4	赛田路、滨河路、建设西路路网建设	20,000.00	11,146.33	2018 年 4 月至 2020 年 4 月	政府委托代建
5	公园路邵阳大道段、红岭南路段工程	10,000.00	9,705.43	2017 年 2 月至 2019 年 2 月	政府委托代建
6	火车站站前广场改扩建项目	10,000.00	7,294.81	2017 年 1 月至 2019 年 6 月	政府委托代建
7	邵阳路、站前路、北岭路二期路网工程	10,000.00	11,252.98	2017 年 2 月至 2019 年 2 月	政府委托代建
8	兴禾大道项目	10,000.00	9,073.75	2016 年 5 月至 2019 年 5 月	政府委托代建

² 湖南廉桥医药工业科技园（即“17 邵东债”募投项目）收益来源为标准化厂房的销售收入及办公楼等的出租收入，未来相关收入的实现情况存在不确定性。

³ 截至 2018 年末，未来最多能确认收入=代建项目总投资*（1+25.00%）/（1+3%）=13.65*1.25/1.03=16.57 亿元。

9	药王大道项目	10,000.00	3,756.08	2018年7月至2020年7月	政府委托代建
10	其他15个政府委托代建项目	46,500.00	33,529.83	-	政府委托代建
政府委托代建项目合计		136,500.00	85,790.90		
合计		512,692.87	253,599.66	-	-

注：部分路网工程项目已投资大于总投资，系公司根据实际情况增加了工程量。

资料来源：公司提供

邵东县政府在土地注入、财政补贴、税收优惠等方面给予公司很大支持

作为邵东县重要的基础设施建设和投融资主体，公司在土地注入、财政补贴、税收优惠等方面持续得到当地政府的很大支持。

资产注入方面，2016-2018年地方政府共注入公司土地和营运资产价值合计79.96亿元，公司资本实力得到较大幅度提升，具体见下表。

表8 2016-2018年地方政府注入公司土地的情况（单位：万元）

年份	文件内容	评估价值	依据文件
2018年	湖南邵东经济开发区管理委员会向公司注入土地资产219,037.80万元、营运资产20,284.62万元	219,037.80	《关于将邵东县部分国有土地注入邵东新区开发建设投资有限公司的决定》邵开发〔2018〕99号文
		20,284.62	
2017年	邵东县人民政府向公司注入37宗土地资产，面积合计为322.16万平方米。	410,424.09	邵政发〔2017〕68号文
2016年	邵东县人民政府向公司注入12宗土地资产，面积合计为83.60万平方米。	149,838.18	邵政函〔2016〕199号文
合计	-	799,584.69	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

财政补贴方面，2016-2018年邵东县人民政府分别给予公司财政补贴0.91亿元、0.90亿元和1.00亿元，合计为2.81亿元，由县财政局指定开发区管委会支付。

表9 2016-2018年上级政府向公司拨付的财政补贴情况（单位：万元）

项目	金额	相关批准文件	批准机关
收益性财政补贴资金	10,000.00	邵开发〔2018〕5号文	湖南邵东经济开发区管理委员会
收益性财政专项补贴资金	9,000.00	邵政发〔2017〕67号文	邵东县人民政府
收益性财政专项补贴资金	9,100.00	邵政函〔2016〕201号文	邵东县人民政府
合计	28,100.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

税收优惠方面，根据邵政发〔2012〕51号《关于给予邵东新区开发建设投资有限公司税收优惠政策决定》，对公司承担政府委托进行的土地整理开发、市政基础设施项目投资取得的财政性资金、收到的财政专项补贴资金不征收企业所得税，2016-2018年公

司分别获得免征税费收入0.20亿元、0.20亿元和0.20亿元（无相关免税文件）。

七、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2016-2018年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2018年末公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模增速较快，但主要以土地资产为主，且部分资产受限，整体流动性较弱。受政府注入土地、公司借款规模增大及留存收益积累的影响，2016-2018年公司资产规模逐年增加，复合增长率40.26%，截至2018年末，公司总资产190.12亿元，其中流动资产占比为98.86%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	91,664.21	4.82%	170,764.05	10.43%	63,757.79	6.60%
应收票据及应收账款	92,426.84	4.86%	78,314.57	4.78%	67,044.99	6.94%
存货	1,645,847.36	86.57%	1,355,721.31	82.81%	802,685.03	83.06%
流动资产合计	1,879,564.44	98.86%	1,635,416.55	99.90%	964,379.32	99.79%
非流动资产合计	21,685.54	1.14%	1,714.21	0.10%	2,002.80	0.21%
资产总计	1,901,249.98	100.00%	1,637,130.76	100.00%	966,382.12	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要为货币资金、应收账款和存货。2018年末公司货币资金为9.17亿元，其中定期存款0.02亿元，受限比例低；2017年货币资金大幅增长167.83%，主要系收到发债资金；2018年货币资金大幅减少46.32%，主要系用于偿付债务及项目建设；2018年末，应收账款账面价值9.24亿元，占资产总额的4.86%，均为应收湖南邵东经济开发区管理委员会的项目收购款⁴，未计提坏账，但回收时间具有不确定性。

⁴ 2016 年，根据邵政函[2016]200 号文，邵东县人民政府用邵国用[2016]第 0358 号、邵国用[2016]第 0394 号和邵国用[2016]第 0221 号，这 3 宗土地（面积合计 353.69 亩，评估价值合计 5.66 亿元），抵偿应支付给公司的项目移交款。

存货是公司最主要的资产。截至2018年末，存货规模164.58亿元，占总资产比重为86.57%，其中配套设施成本和土地资产分别为25.36亿元和139.22亿元；土地资产合计106宗、总面积12,394.43亩，均为出让性质的商服用地⁵，已抵押地块29宗、总面积2,990.49亩、账面价值合计45.99亿元，受限比例为33.03%，且土地集中变现存在一定的难度，存货流动性较弱。

总体而言，公司资产规模增速较快，但主要以土地资产为主，且部分资产受限，整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助是公司重要的利润补充

公司收入规模逐年增长，2016-2018年分别实现营业收入5.81亿元、6.07亿元和6.43亿元，复合增长率为5.15%。公司收入来源于项目建设业务和土地整理业务，2016-2018年土地整理业务占营业收入的比重逐年增长，分别为23.17%、29.43%和59.53%。截至2018年末，在建的代建项目中，完工百分比在60%以上的项目有14个，建设项目收入来源较有保障，仍需关注项目完工和移交情况；公司土地整理业务收入规模易受当地土地规划及土地一级市场影响，存在不确定性。

毛利率方面，公司项目建设业务和土地整理业务毛利率较为稳定，公司综合毛利率变动主要系两项业务比例变动所致。

公司发展获得县政府的支持。2016-2018年公司获得政府补助和免征税费合计分别为1.11亿元、1.10亿元和1.20亿元，分别占当期利润总额的58.31%、57.76%和59.78%，政府补助和免征税费有效提升了公司利润水平。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	64,283.77	60,727.75	58,142.77
营业利润	8,094.60	8,061.64	7,948.41
营业外收入	12,028.91	11,021.52	11,105.43
利润总额	20,123.51	19,083.16	19,023.84
综合毛利率	15.56%	16.59%	16.80%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

⁵ 商服用地细分为批发零售用地、商务金融用地、住宿餐饮用地和其他商服用地。公司商服住宅用地 39 宗、总面积 5,026.05 亩、账面价值 42.48 亿元；批发零售的土地 4 宗、总面积 622.63 亩、账面价值合计 4.45 亿元；其他商服用地 53 宗、总面积 5,809.79 亩、账面价值 77.07 亿元；未细分类商服土地 10 宗，总面积 935.93 亩、账面价值 15.22 亿元，面积存在四舍五入的差异。

现金流

公司经营活动现金流整体表现较差，资金压力较大，较依赖外部融资

2016-2018年公司收现比逐年下滑，公司主业回款情况取决于政府财政预算安排，存在不确定性。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补助；支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款。近年公司经营活动现金流持续为净流出，主要系公司经营项目投资规模较大，经营活动现金流不足以支撑公司项目建设需求。

2016-2018年，公司投资活动现金流出主要系支付办公楼租赁款和购买设备等。筹资活动现金流入系公司取得借款收到的现金，筹资活动现金流出系偿还债务支付的现金。由于公司从事项目建设资金需求较大，截至2018年末，公司在建项目尚需投资26.12亿元，公司存在较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.81	0.84	1.21
销售商品、提供劳务收到的现金	52,100.02	51,280.00	70,200.00
收到的其他与经营活动有关的现金	10,120.68	9,093.25	9,143.02
经营活动现金流入小计	62,220.70	60,373.25	79,343.02
购买商品、接受劳务支付的现金	90,540.20	228,363.16	58,713.42
支付的其他与经营活动有关的现金	19,898.90	11,858.57	34,133.34
经营活动现金流出小计	111,214.02	241,008.34	95,095.33
经营活动产生的现金流量净额	-48,993.32	-180,635.10	-15,752.31
投资活动产生的现金流量净额	-31.43	-79.86	-2,002.81
筹资活动产生的现金流量净额	-20,250.88	277,721.22	80,191.42
现金及现金等价物净增加额	-69,275.64	97,006.26	62,436.30

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增速较快，随着未来项目投资规模增加，公司债务有继续上升趋势

随着当地政府对资产注入，公司所有者权益逐年增长，2018年末所有者权益为147.61亿元，近三年复合增长率为36.59%；负债总额42.51亿元，近三年复合增长率为55.80%；截至2018年末，公司产权比率为28.80%，公司所有者权益对负债的覆盖程度较好。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	425,102.35	418,400.15	175,137.24
股东权益合计	1,476,147.63	1,218,730.61	791,244.88
产权比率	28.80%	34.33%	22.13%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要是由短期借款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末，公司短期借款3.20亿元，系1笔质押借款，展期1年后，到期日为2019年12月28日，质押物为邵东县鼎城融资担保有限公司的定期存单；长期借款规模18.21亿元，近三年复合增长率为36.51%，主要系8.56亿元抵押借款、7.04亿元抵质押借款、2.50亿元保证借款和0.11亿元质押借款，抵押物为土地，质押物为应收账款收益权，保证人为湖南邵东生态产业园开发建设投资有限责任公司，利率分布在4.30%-7.10%范围内，到期日期较为分散；应付债券系17邵东债，7年期，票面利率7.10%，面值14.00亿元；2018年末，长期应付款规模3.30亿元，系向湖南省信托投资有限责任公司借入的3.30亿元信托款，利率6.10%，到期日为2025年5月30日。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,000.00	7.53%	32,000.00	7.65%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	21,006.00	4.94%	9,552.00	2.28%	1,677.00	0.96%
流动负债合计	70,996.20	16.70%	57,894.96	13.84%	66,204.24	37.80%
长期借款	182,095.29	42.84%	188,051.51	44.95%	97,723.00	55.80%
应付债券	139,010.86	32.70%	138,753.68	33.16%	0.00	0.00%
长期应付款	33,000.00	7.76%	33,700.00	8.05%	11,210.00	6.40%
非流动负债合计	354,106.15	83.30%	360,505.19	86.16%	108,933.00	62.20%
负债合计	425,102.35	100.00%	418,400.15	100.00%	175,137.24	100.00%
其中：有息债务	407,112.14	95.77%	402,057.19	96.09%	110,610.00	63.16%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，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在内的有息债务规模 40.71 亿元，占总负债比重为 95.77%，三年复合增长率 91.85%，规模较大且增速较快。公司 2019 年计划偿还 5.30 亿元。

表 15 截至 2018 年末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	53,006.00	65,106.00	71,106.00	217,894.14

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，近年公司的资产负债率呈波动性变动，2018年末，资产负债率为22.36%，现金短期债务比大于1，长短期偿债指标均表现较好。截至2018年末，公司未受限货币资金9.15亿元，且公司拥有未受限的土地93.23亿元，有一定的再融资能力。受有息债务规模大幅增长的影响，2017年公司EBITDA利息保障倍数降至0.94，2018年公司EBITDA利息保障倍数继续降至0.80，且随着未来有息债务的增加，利息规模会进一步增长，预计公司经营收益对利息保障能力将降低。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	22.36%	25.56%	18.12%
现金短期债务比	1.75	4.13	38.62
EBITDA（万元）	20,468.23	19,435.69	19,083.44
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.94	7.43
有息债务/EBITDA	19.89	20.69	5.80

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

（1）募投项目产生的收益

根据可研报告和公司提供的说明资料，公司于2017年向国家发展和改革委员会申请发行不超过人民币11亿元邵东新区开发建设投资有限公司公司债券，分为品种一和品种二，品种一（5亿元、7年期）已于2019年12月31日发行，品种二不超过6亿元，假设品种二于2020年发行，募投项目在品种二债券存续期内可产生7.95亿元收入，是品种一和品种二债券本息偿付的资金来源之一。但中证鹏元关注到募投项目收入不能覆盖品种一和品种二债券本息，且募投项目运营期较长，项目收入预测是基于对水厂建成后水费价格及用量、运营时间等指标的预测前提下，项目建成后实际运营情况或有变动，且存在项目建设进度不达预期的可能性，因而该项目未来收益存在一定不确定性。

（2）公司自身经营产生的现金流

公司是邵东县重要的基础设施建设和土地整理业务实施主体，2016-2018年，公司实现营业收入分别为5.81亿元、6.07亿元和6.43亿元；销售商品、提供劳务收到的现金分别为7.02亿元、5.13亿元和5.21亿元，能为本期债券偿还提供一定保障。但中证鹏元关注到公司收现比逐年下滑，且近年公司经营活动净现金流持续净流出，未来公司业务的回款情

况存在不确定性。

(3) 资产抵押或变现

公司土地资产为本期债券还本付息提供了重要保障。截至2018年末，公司拥有未受限的土地93.23亿元，均为证载性质为出让的商服用地，有一定的再融资能力。但土地变现易受当地土地市场波动影响，未来土地能否集中变现存在不确定性。

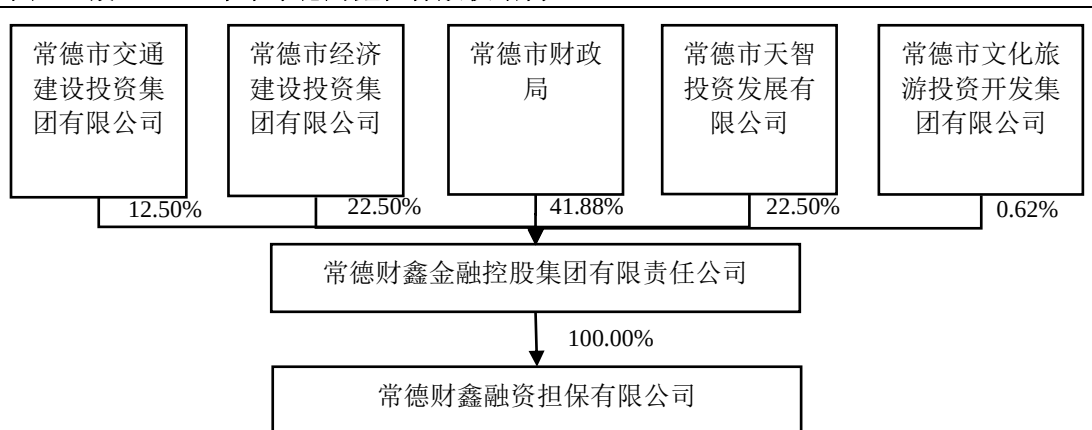
(二) 本期债券保障措施分析

常德财鑫担保提供的保证担保为品种二的偿付提供一定的保障

常德财鑫担保作为担保方，为品种二出具了担保函。常德财鑫担保在其担保函中承诺，对本期债券（品种二）面额总计不超过6亿元（以国家发改委最后核准的期限和金额为准）部分，提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括品种二本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为品种二存续期及品种二到期之日起二年。在其担保函项下品种二存续期间和到期时，如公司全部或部分不能兑付品种二本金和利息，常德财鑫担保应将其应当兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。

常德财鑫担保原名为常德财鑫投资担保有限责任公司，于2008年3月由常德市人民政府国有资产监督管理委员会发起设立，初始注册资本为21,000万元，实收资本8,000万元。历经数次增资、股权变更和更名，截至2018年末，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为45亿元，常德财鑫金融控股集团有限责任公司持股比例为100%，股权结构如下图所示。

图 3 截至 2018 年末常德财鑫担保股权结构



资料来源：常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

常德财鑫担保主要在湖南省常德市范围内从事融资担保、小额贷款、委托贷款等业务。2016-2018年常德财鑫担保实现营业收入15,829.80万元、14,384.24万元及18,916.00万元，

三年平均复合增长率为9.31%，其中担保费收入分别为10,749.82万元、8,176.41万元及10,502.87万元；利息收入主要来自小额贷款业务和委托贷款业务。2016-2017年和2018年9月末常德财鑫担保小额贷款规模分别为1.43亿元、2.20亿元和3.85亿元；手续费及佣金收入系常德财鑫担保在经营担保和小贷业务时，向被担保人或借款人按比例收取的手续费。此外，常德财鑫担保利用闲置资金获取投资收益，2016-2018年分别获得投资收益67.80万元、101.28万元及643.73万元。

表 17 2016-2018 年常德财鑫担保营业收入及投资收益情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	18,916.00	96.71%	14,384.24	99.30%	15,829.80	99.57%
其中：担保费收入	10,502.87	53.70%	8,176.41	56.45%	10,749.82	67.62%
利息收入	8,132.78	41.58%	5,011.05	34.59%	3,502.57	22.03%
手续费及佣金收入	277.17	1.42%	1,158.04	7.99%	1,504.22	9.46%
其他业务收入	3.18	0.02%	38.74	0.27%	73.18	0.46%
投资收益	643.73	3.29%	101.28	0.70%	67.80	0.43%

资料来源：常德财鑫担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，常德财鑫担保资产总额580,167.94万元，所有者权益合计为482,892.92万元；2018年度，常德财鑫担保实现营业收入18,916.00万元，利润总额3,220.65万元。

表 18 2016-2018 年常德财鑫担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	580,167.94	533,755.62	225,733.00
所有者权益合计	482,892.92	481,007.29	127,503.78
现金类资产	232,416.83	318,495.12	105,177.11
资产负债率	16.77%	9.88%	43.52%
营业收入	18,916.00	14,384.24	15,829.80
利润总额	3,220.65	6,507.80	3,023.57
净资产收益率	0.84%	1.45%	1.49%
当期担保发生额	-	465,061.00	579,099.00
在保责任余额	-	579,535.00	629,345.00
担保风险准备金	15,130.02	9,739.86	13,749.79
融资担保放大倍数	-	1.01	4.17
当期担保代偿率	-	2.41%	1.16%

注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：常德财鑫担保 2016-2018 年审计报告，常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件

不可撤销连带责任保证担保为品种二的偿付提供一定的保障。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年1月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，期间公司存在已结清的2笔欠息，具体情况如下：

（1）2016年9月21日，公司本部在湖南邵东农村商业银行股份有限公司发生一笔124,686.00元欠息，根据湖南邵东农村商业银行股份有限公司出具的说明，公司按期偿还相关贷款的本金，但因贷款偿还利息工作未做好交接，未能及时还息导致利息逾期，公司已于2016年9月23日结清此笔利息。

（2）2019年4月21日，公司本部在中国建设银行股份有限公司邵东支行发生一笔3,070,545.80元欠息，根据中国建设银行股份有限公司邵东支行出具的说明，产生原因系周末银行对公柜台正常休息，无法为公司将资金转入扣款账户，已于2019年4月22日结清。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司为邵东农投提供担保，担保金额为1.24亿元，占2018年末净资产规模的0.84%。邵东农投实际控制人为邵东县人民政府，该笔担保未采取反担保措施，存在一定代偿风险。

表 19 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业类型	担保金额	担保方式	担保期限	是否存在反担保
湖南邵东新农村建设投资有限公司	国企	12,449.89	保证担保	2017/9/28-2025/9/28	否

资料来源：公司提供

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	91,664.21	170,764.05	63,757.79
应收票据及应收账款	92,426.84	78,314.57	67,044.99
其他应收款	49,626.04	30,616.61	30,891.52
存货	1,645,847.36	1,355,721.31	802,685.03
流动资产合计	1,879,564.44	1,635,416.55	964,379.32
可供出售金融资产	1,000.00	1,000.00	1,000.00
固定资产	20,385.54	95.71	47.30
非流动资产合计	21,685.54	1,714.21	2,002.80
资产总计	1,901,249.98	1,637,130.76	966,382.12
短期借款	32,000.00	32,000.00	0.00
应付票据及应付账款	4,068.02	4,764.50	4,800.59
一年内到期的非流动负债	21,006.00	9,552.00	1,677.00
流动负债合计	70,996.20	57,894.96	66,204.24
长期借款	182,095.29	188,051.51	97,723.00
应付债券	139,010.86	138,753.68	0.00
长期应付款	33,000.00	33,700.00	11,210.00
非流动负债合计	354,106.15	360,505.19	108,933.00
负债合计	425,102.35	418,400.15	175,137.24
有息债务	407,112.14	402,057.19	110,610.00
所有者权益合计	1,476,147.63	1,218,730.61	791,244.88
营业收入	64,283.77	60,727.75	58,142.77
营业利润	8,094.60	8,061.64	7,948.41
营业外收入	12,028.91	11,021.52	11,105.43
利润总额	20,123.51	19,083.16	19,023.84
经营活动产生的现金流量净额	-48,993.32	-180,635.10	-15,752.31
投资活动产生的现金流量净额	-31.43	-79.86	-2,002.81
筹资活动产生的现金流量净额	-20,250.88	277,721.22	80,191.42
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	15.56%	16.59%	16.80%
收现比	0.81	0.84	1.21
产权比率	28.80%	34.33%	22.13%
资产负债率	22.36%	25.56%	18.12%
现金短期债务比	1.75	4.13	38.62
EBITDA（万元）	20,468.23	19,435.69	19,083.44

EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.94	7.43
有息债务/EBITDA	19.89	20.69	5.80

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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
现金类资产	货币资金+可供出售金融资产
短期有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债

附录三 2016-2018年公司土地整理业务收入明细（单位：万元）

土地整理项目	收入	成本	毛利率
2018 年			
长岭路以南、红岭路以东、北岭路以北、金泉路以西片区土地整理项目	38,267.23	32,846.04	14.17%
合计	38,267.23	32,846.04	14.17%
2017 年			
邵东大道以北、新辉路以南、公园路以东、长虹路以西片区土地整理	5,464.00	4,689.93	14.17%
建设西路以北、邵东路以南、金龙大道以东、港南路以西片区土地整理	5,066.61	4,348.84	14.17%
人民路以北、东风中路以南、金龙大道以东、解放路以西片区土地整理	7,343.20	6,302.91	14.17%
合计	17,873.81	15,341.68	14.17%
2016 年			
新辉路以南、赛田路东西、邵东路以北片区土地整理	4,612.57	3,959.12	14.17%
赛田路以东、东风路以北、建设西路以南、长虹路以西片区土地整理	1,417.96	1,217.08	14.17%
公园路以西、兴和路以南赛田路以东、河南路以北片区土地整理	2,940.46	2,523.89	14.17%
1814 线以南、希望路以西、兴和大道以北片区土地整理	4,503.47	3,865.48	14.17%
合计	13,474.46	11,565.58	14.17%

资料来源：公司提供

附录四 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。