

2013 年怀化市工业园投资开发有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

2013 年怀化市工业园投资开发有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【671】号 01

债券简称：13 怀化工业
债/PR 怀化工

债券剩余规模：2.40 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：
钟继鑫 王先宗

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.co
m

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

	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	2020 年 6 月 29 日	2019 年 6 月 18 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”）对怀化高新产业投资发展集团有限公司¹（以下简称“怀化高新投”或“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 2020 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。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司业务具有一定的区域垄断性和可持续性且获得外部较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，面临一定的资金支出压力、较大的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年，怀化市经济水平保持稳步增长，怀化市地区生产总值为 1,616.64 亿元，同比增长 8.0%。怀化高新技术产业开发区（以下简称或“怀化高新区”）是国家级高新区地区，2019 年地区生产总值实现 95.33 亿元，同比增长 10.2%。
- 公司业务具有一定的区域垄断性，收入较有保障。公司是怀化高新区重要的市政工程建设主体，主要负责怀化高新区的基础设施和土地整理业务，在高新区内具有一定的垄断性。截至 2019 年末公司已经投入而尚未结算收入的开发成本为 32.62 亿元，已投入而尚未结算收入的土地开发成本为 19.85 亿元，收入较有保障。
- 公司获得外部支持力度较大。2019 年公司获得高新区管委会拨入的资本金 2.75 亿元，并将 18.66 亿元政府债券置换资金补充为资本公积。此外，高新区财政局向公

¹ 公司原名怀化市工业园投资开发有限公司，2020 年 6 月 12 日变更为现名。

司拨付合计 2.44 亿元的资金，对公司利润形成了有益补充。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以应收账款、其他应收款和存货为主，截至 2019 年末，公司应收账款、其他应收款和存货账面价值分别为 42.01 亿元、22.81 亿元和 119.76 亿元，合计占总资产的 95.26%。其中应收账款规模较大且回收周期长，其他应收款规模较大，回收时间不确定，账面价值为 28.82 亿元土地资产已抵押，占土地资产的 62.40%，资产整体流动性偏弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临一定的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目后续尚需资金 3.95 亿元，此外土地开发业务也仍需资金投入，而 2019 年收现比仅为 0.46，公司面临一定的资金支出压力。
- **公司面临的短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模达 57.52 亿元，其中 2020 年公司实际需偿付有息债务规模 17.39 亿元，2019 年末公司货币资金仅 3.44 亿元，实际现金短期债务比为 0.19，公司面临较大的短期偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,937,451.95	1,805,546.65	1,664,506.39
所有者权益	1,172,612.13	956,925.93	913,266.29
有息债务	575,219.80	514,919.64	480,626.55
资产负债率	39.48%	47.00%	45.13%
现金短期债务比	0.48	1.37	2.86
营业收入	87,746.78	86,434.76	88,060.57
其他收益	24,362.10	16,272.96	1,687.54
利润总额	35,405.44	34,429.45	34,432.40
综合毛利率	31.60%	32.33%	22.08%
EBITDA	39,004.34	46,746.65	41,409.29
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.30	1.00
经营活动现金流净额	4,644.11	818.84	-158,351.29
收现比	0.46	0.01	0.53

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

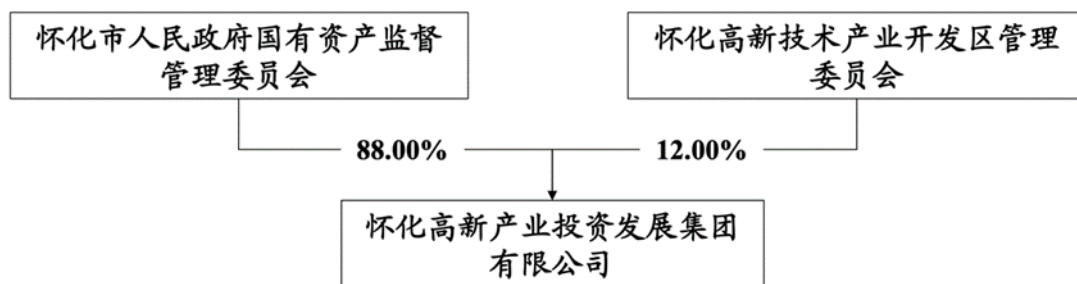
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年3月末，本期债券募集专户余额为5,139.49元。

二、发行主体概况

2020年6月12日，公司由“怀化市工业园投资开发有限公司”变更为“怀化高新产业投资发展集团有限公司”，注册资本增加至5.00亿元。截至2020年6月20日，公司注册资本为5.00亿元，实收资本为1.00亿元，控股股东和实际控制人仍为怀化市国资委，产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年6月20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

2019年以来，公司仍然主要在怀化市高新区从事土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设、管理、运营、维修等业务。2019年，公司减少纳入合并报表范围内的子公司1家，为怀化高新区科技企业孵化器基地管理有限公司（以下简称“孵化器基地”）。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	经营范围	不再纳入合并报表的原因
怀化高新区科技企业孵化器基地管理有限公司	100.00%	5,000.00	科技企业孵化技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	划拨

资料来源：公司2019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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年怀化市经济保持稳步增长，固定资产投资增速放缓

2019年怀化市经济维持稳步增长，全年实现地区生产总值1,616.64亿元，按可比价格计算，增长8.0%。其中，第一产业增加值224.52亿元，增长3.4%；第二产业增加值448.26亿元，增长8.4%；第三产业增加值943.86亿元，增长8.8%。产业结构有所调整，三次产业

构成比由上年的12.5：30.5：57.0调整为13.9：27.7：58.4，第三产业规模最大且占比继续扩大，第三产业对GDP增长贡献率为63.6%。2019年怀化市人均GDP为32,453元，仅为2019年全国人均GDP的45.78%，仍保持较低水平。

2019年全市规模以上工业增加值增长8.7%，其中园区规模工业增加值增长8.6%，占规模工业比重达59%；规模以上工业企业实现营业收入915.97亿元，增长7.1%，工业效益向好。2019年工业投资同比增长16.3%，较上年回落2.9个百分点。怀化市工业仍以矿冶、水电等传统产业为主，其中矿冶占比21%、水电占比20%；从增速上看，2019年有色金属冶炼及压延加工业增长10.2%，电力、热力生产和供应业增长13.7%。新兴行业增速快但尚未形成产业集群，短期内难以形成新的增长点，2019年仪器仪表制造业、计算机通信和其他电子设备制造业分别增长166.1%和70.6%；电子信息制造业产值增长21.5%。

怀化市固定资产投资增速继续回落，2019年固定资产投资（不含跨区投资）同比增长10.6%，增速继续放缓，较上年下降0.8个百分点。分具体产业看，其中2019年房地产开发投资同比增长18.9%，增速较上年回落0.1个百分点，商品房销售面积同比下降7.7%；基础设施投资同比下降2.6%。2019年怀化市零售贸易额保持稳步增长，实现社会消费品零售总额733.65亿元，同比增长10.3%。

表2 2018-2019年怀化市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,616.64	8.00%	1,513.27	8.10%
第一产业增加值	224.52	3.40%	188.99	3.80%
第二产业增加值	448.26	8.40%	461.1	7.90%
第三产业增加值	943.86	8.80%	863.18	9.40%
工业增加值	364.94	8.70%	-	-
固定资产投资	-	10.60%	-	11.40%
社会消费品零售总额	733.65	10.30%	665.19	10.00%
进出口总额（亿美元）	1.4973	83.40%	0.82	-
存款余额	2,100.36	4.90%	2,003.00	2.90%
贷款余额	1,279.67	13.60%	1,126.33	9.30%
人均GDP（元）		32,453		30,449
人均GDP/全国人均GDP		45.78%		47.10%

资料来源：怀化市2018-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年怀化市实现公共财政收入95.29亿元，同比增长6.2%，其中税收收入67.27亿元，占公共财政收入比重为70.6%；实现政府性基金收入53.92亿元；同期怀化市公共财政支出为475.31亿元，同比增长2.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为20.05%。

怀化高新区的地区生产总值较快增长，固定资产投资增速处于较高水平，是带动地方经济增长的重要力量

2019年怀化高新区地区生产总值95.33亿元，同比增长10.2%，增速较上年增加5.2个百分点。其中第一产业增加值完成0.48亿元，同比下降4%；第二产业增加值完成89.7亿元，同比增长7.4%；第三产业增加值完成5.15亿元，同比增长6.8%。整体来看怀化高新区经济总量不大，园区工业规模较小，整体实力偏弱。但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。

怀化高新区经济以工业为主，2019年完成规模工业增加值29.45亿元，增长11.12%；其中高新技术产品产值61.29亿元，同比增长14.45%，占规模以上工业总产值的84.77%。2019年完成工业固定资产投资44.55亿元，增长15.08%；完成基础设施投资15.33亿元，增长16.15%。

表3 2018-2019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	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	95.33	10.2%	88.82	5.0%
第一产业增加值	0.48	-4%	0.50	-7.0%
第二产业增加值	89.7	7.4%	83.50	5.3%
第三产业增加值	5.15	6.8%	4.82	2.3%

资料来源：怀化高新技术产业开发区经济发展局

2019年怀化市高新区实现公共财政收入5.00亿元，同比增长8.46%，其中税收收入3.48亿元，占公共财政收入的69.60%；实现政府性基金收入3.45亿元。同期怀化市高新区公共财政支出为5.79亿元，同比增长1.94%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为86.36%。

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。2019年公司营业收入为8.77亿元，与上年基本持平。公司收入仍以施工工程、土地开发为主，房屋出租收入对公司营业收入有一定补充，依据财政部《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》，公司的公共服务业务被剔除，此部分不再产生收益。2019年施工工程收入为3.70亿元，同比减少37.45%；土地开发收入为4.89亿元，同比增加165.59%。毛利率方面，2019年综合毛利率为31.60%，

较上年减少 0.73 个百分点，毛利率较为稳定。

表4 2018-2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
施工工程收入	37,003.28	31.06%	59,153.83	33.05%
土地开发收入	48,901.24	30.02%	18,412.63	33.05%
房屋租赁收入	1,842.27	84.60%	1,311.05	88.69%
公共服务收入	0.00	0.00%	7,557.25	15.20%
合计	87,746.78	31.60%	86,434.76	32.33%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司当前已投入而尚未结算收入的开发成本有一定规模，未来收入较有保障

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：公司与高新区管委会签订《建设投资协议》，公司受高新区管委会委托，组织实施高新区内基础设施项目。在实际操作中，公司完成约定的项目建设进度后，向高新区管委会申请核算，高新区管委会按照一定的毛利率确认结算金额，以结算时双方共同认定的毛利率为准，通常在20-30%左右，公司依据高新区管委会年末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。2019年，公司确认施工工程收入3.70亿元，同比下降-37.45%，2019年公司收现比仅0.46，收现情况较差；毛利率为31.06%，较为稳定。

表5 2019 年公司施工工程业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	毛利率
怀黔路扩征	12,803.85	31.75%
物流园	10,100.16	29.15%
进出口加工基地	14,099.27	31.80%
合计	37,003.28	31.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019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40.11亿元，至少尚需投入3.95亿元。公司截至2019年末已经投入而尚未结转的开发成本为32.62亿元，预计未来结算后可为公司带来一定的收入。受《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》的影响，公司在建工程当前建设进度未达预期。

表6 截至 2019 年末公司主要的在建项目明细（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额
------	--------	------

标准化厂房	21.65	13.82
创业服务中心	1.21	1.07
配套基础设施	11.50	15.19
物流园项目	3.60	2.90
园区公租房	1.60	4.45
竹站溪项目	4.50	2.68
合计	44.06	40.11

注：配套基础设施和园区公租房项目超支主要系材料和人工成本均超出预期所致。

资料来源：公司提供

此外，截至2019年末本期债券募投项目湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目已完工，完成投资额24.11亿元。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。

公司当前已整理未结算收入的土地开发成本有一定规模，未来收入具有一定的持续性

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：公司与高新区管委会签订《建设投资协议》，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。高新区管委会按照一定的毛利率确认结算金额，以结算时双方共同认定的毛利率为准，通常在20-30%左右，公司以高新区管委会年末出具的项目结算书金额确认收入。但公司并未与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。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。

2019年，公司完成7项土地平整项目，土石方工程场地平整工程量合计为1,745.48万立方米。公司2019年确认土地开发收入4.89亿元，同比增长165.59%，系2019年结算规模增加所致；毛利率为30.02%，较上年减少3.03个百分点，系市政用地土地整理开发项目结算毛利率较低所致。

表7 2019年公司土地开发业务收入明细（单位：万立方米、万元）

项目	工程量	收入	毛利率
金银花酒业土地平整项目	76.67	2,120.32	31.75%
竹站溪土地平整项目	184.00	5,393.27	31.75%

泰格纸业土地平整项目	73.34	2,087.57	31.75%
海联集团土地平整项目	80.00	2,713.68	31.75%
景达服饰土地平整项目	65.00	1,836.47	31.75%
大康牧业土地平整项目	49.80	1,431.83	33.05%
市政用地土地整理开发项目	1,216.67	33,318.11	29.15%
合计	1,745.48	48,901.24	30.02%

资料来源：公司提供

公司截至2019年末已经投入而尚未结算收入的土地开发成本为19.85亿元。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。

外部的大力支持有效提升了公司的资本实力和利润水平

公司作为怀化高新区重要的市政工程建设主体，近年来在资产注入和财政补贴方面得到当地政府的大力支持。

资产注入方面，2019年公司获得高新区管委会拨入的资本金2.75亿元，并将18.66亿元政府债券置换资金补充为资本公积，合计增加资本公积21.41亿元，有效提升了公司资本实力；财政补贴方面，高新区财政局向公司拨付合计2.44亿元的资金，占2019年公司利润总额的68.81%，改善了利润水平。

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2018年审计报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级、二级子公司合计8家，本年合并范围减少1家一级子公司，具体变化见表1。

资产结构与质量

公司资产规模继续增加，主要为应收款项和存货，资产流动性偏弱

截至2019年末，公司总资产为193.75亿元，同比增长7.31%，主要系股东增加资本金所致，公司流动资产占总资产比重为97.48%。

表8 2018-2019年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	34,437.80	1.78%	82,871.36	4.59%
应收账款	420,081.26	21.68%	363,683.55	20.14%
其他应收款	228,103.26	11.77%	202,208.24	11.20%
存货	1,197,601.10	61.81%	987,339.83	54.68%
流动资产合计	1,888,713.78	97.48%	1,642,445.09	90.97%
可供出售金融资产	42,293.36	2.18%	17,437.36	0.97%
固定资产	3,091.19	0.16%	142,458.10	7.89%
非流动资产合计	48,738.17	2.52%	163,101.56	9.03%
资产总计	1,937,451.95	100.00%	1,805,546.65	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，截至2019年末，公司货币资金为3.44亿元，主要为银行存款，其中使用受限制的货币资金共0.39亿元，占同期末货币资金的11.18%，受限原因是用于质押担保。公司应收账款主要为项目结算款，截至2019年末，公司应收账款账面价值为42.01亿元，同比增加15.51%；其中怀化市技术开发区财政局等前五大应收账款余额占应收账款总额的100.00%。公司应收款项账龄较长，1年以上的比例为64.88%。公司其他应收款主要为应收政府部门及相关单位的往来款，截至2019年末其他应收账款账面价值为22.81亿元，较上年增长12.81%。其中，怀化市技术开发区财政局应收账款余额为18.28亿元，占其他应收款总额的77.26%，集中度较高，整体来看应收款项的回收风险可控²，但回款时间存在一定不确定性，较大程度影响公司资金利用效率。

截至2019年末，公司存货为119.76亿元，同比增长21.30%，主要系本年公司开发产品、开发成本增加所致。公司存货由开发产品、开发成本、土地开发成本和土地资产构成，账面价值分别为21.10亿元、32.62亿元、19.85亿元、46.19亿元。开发产品主要系已完工但尚未结转收入的施工项目；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79宗土地使用权，账面价值合计46.19亿元，面积合计523.93万平方米，主要为工业、商服、住宅、商住用地。2019年公司新增14宗出让性质的土地，包括工业和商服用地，面积合计55.76万平方米，账面价值合计5.40亿元，其中6宗账面价值合计0.55亿元的土地尚未缴纳土地出让金，未办理土地权证；2019年出售1宗账面价值1.54亿元的土地。45宗账面价值为28.82亿元的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62.40%。

² 截至2020年6月20日，根据公司出具的银行流水，重庆市渝海建设（集团）有限公司的借款已还清。

非流动资产方面，2019年末可供出售金融资产为42,293.36万元，同比增长142.54%，主要系新增领睿睿意10号私募证券投资基金1.20亿元、国恩回报5号私募证券投资基金1.37亿元所致。截至2019年末，固定资产账面价值为3,091.19万元，同比减少97.83%，主要系公共服务业务相关的市政基础设施转入开发成本所致。

总体来看，公司资产以应收款项和存货为主，2019年公司应收款项增长，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

2019年公司营业收入保持稳定，政府补贴是公司利润的有益补充

2019年公司营业收入为87,746.78万元，与上年基本持平。从收入结构来看，施工工程业务和土地开发业务是公司最主要的收入来源，2019年施工工程业务和土地开发业务合计占公司营业收入的比重为97.90%。

从盈利能力来看，由于公司施工工程业务、土地开发业务实际结算时毛利率小幅下滑的影响，公司2019年综合毛利率为31.60%，较上年减少0.73个百分点。2019年公司收到财政补贴2.44亿元，计入其他收益，占同期利润总额的68.81%，是公司利润的有益补充。

表9 2018-2019年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	87,746.78	86,434.76
营业利润	35,301.12	33,411.63
其他收益	24,362.10	16,272.96
营业外收入	107.08	1,048.89
利润总额	35,405.44	34,429.45
综合毛利率	31.60%	32.33%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流整体表现较差，对筹资活动现金流存在较大依赖

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。2019年公司收现比为0.46，较上年增加0.45，但收现能力依旧较弱。2019年公司经营活动现金流入0.46亿元，较上年增长467.1%，主要系收到往来款增多所致，但整体表现较差。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金净流出5.00亿元，主要系购买领睿睿意10号

私募证券投资基金和国恩回报5号私募证券投资基金所致。

筹资活动方面，2019年筹资活动现金流由正转负，净流出0.29亿元，主要系支付较大金额的土地出让金和土地施工费用导致支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。

总体来看，公司经营活动现金流表现较差，截至2019年末公司在建基础设施项目尚需投资3.95亿元，且土地整理业务后续也存在一定的资金需求，未来面临一定的资金压力。

表10 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.46	0.01
销售商品、提供劳务收到的现金	40,095.41	653.18
收到的其他与经营活动有关的现金	120,600.25	59,424.71
经营活动现金流入小计	160,695.66	60,077.89
购买商品、接受劳务支付的现金	92,355.49	20,634.16
支付的其他与经营活动有关的现金	55,450.46	24,869.94
经营活动现金流出小计	156,051.55	59,259.05
经营活动产生的现金流量净额	4,644.11	818.84
投资活动产生的现金流量净额	-50,045.35	-7,288.01
筹资活动产生的现金流量净额	-2,882.32	33,014.19
现金及现金等价物净增加额	-48,283.56	26,545.02

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模继续增加，偿债能力指标趋弱，面临较大的短期偿债压力

截至2019年末，公司负债总额为76.48亿元，同比减少9.87%，公司所有者权益为117.26亿元，同比增长22.54%，主要系怀化市国资委将长期应付款中的政府置换债券补充为公司资本公积所致。综上影响，2019年末产权比率为65.23%，同比减少23.45个百分点，所有者权益对负债的保障程度增强。

表11 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	764,839.82	848,620.72
所有者权益	1,172,612.13	956,925.93
产权比率	65.23%	88.68%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，截至2019年末，公司应付账款余额为2.53亿元，同比减少2.51%，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。其他应付款主要是公司与其他单位之间的无息借款及保证金，截至 2019 年末为 11.58 亿元，同比增长 43.42%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 6.79 亿元，其中即将到期的长期借款 4.39 亿元、应付本期债券 2.40 亿元。

非流动负债方面，截至 2019 年末，公司长期借款为 19.05 亿元，同比下降 4.22%，包含保证借款 4.77 亿元，抵押借款 12.74 亿元，质押借款 5.92 亿元。2019 年末公司应付债券余额为 31.32 亿元，同比增长 44.74%，主要系 2019 年发行两期非公开定向债务融资和两期企业债所致。2019 年，公司政府置换债券 18.66 亿元补充为资本公积及偿还 3.91 亿元融资租赁款，年末不再确认长期应付款。

表12 2018-2019 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,640.00	0.48%	3,780.00	0.45%
应付账款	25,347.14	3.31%	26,000.56	3.06%
其他应付款	115,774.19	15.14%	80,725.32	9.51%
一年内到期的非流动负债	67,918.08	8.88%	56,850.67	6.70%
流动负债合计	261,178.10	34.15%	207,713.24	24.48%
长期借款	190,465.28	24.90%	198,848.33	23.43%
应付债券	313,196.45	40.95%	216,379.23	25.50%
长期应付款（合计）	0.00	0.00%	225,679.93	26.59%
非流动负债合计	503,661.72	65.85%	640,907.48	75.52%
负债合计	764,839.82	100.00%	848,620.72	100.00%
其中：有息债务	575,219.80	75.21%	514,919.64	60.68%

资料来源：公司2018-2019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中的有息部分。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。截至2019年末公司有息债务余额为57.52亿元，同比降低18.01%，主要系政府债券置换资金补充资本公积和偿还融资租赁款所致。根据公司提供的债务偿还计划表，2020年需要偿还的有息债务规模较大，2019年末现金短期债务比仅为0.48，公司面临较大的短期偿债压力。

表13 截至 2019 年末公司有息债务偿还计划（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
银行贷款	34,624.00	59,582.61	18,518.00	75,511.80	188,236.41
债券	124,000.00	0.00	45,000.00	135,000.00	304,000.00
信托计划	200.00	49,000.00	0.00	0.00	49,200.00

融资租赁	15,029.12	4,714.15	10,445.85	3,594.24	33,783.36
合计	173,853.12	113,296.76	73,963.85	214,106.04	575,219.77

注：2020年计划偿还金额高于审计报告中短期借款与一年内到期的非流动负债之和是因为审计统计口径未纳入信托计划和融资租赁，同时“17怀化工投 PPN001”和“17怀化工投 PPN002”提前行权。

资料来源：公司提供

受益于资本公积的增加，公司资产负债率为39.48%，较上年减少7.52个百分点。从短期偿债指标来看，受投资活动现金流大量净流出的影响，公司2019年现金类资产减少，现金短期债务比为0.48，较上年大幅下降，保障程度减弱。截至2019年末，EBITDA利息保障倍数为1.04，较上年有所降低，EBITDA对利息费用的覆盖程度减弱。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	39.48%	47.00%
现金短期债务比	0.48	1.37
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.30
有息债务/EBITDA	14.75	11.02

资料来源：公司2018-2019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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2019年怀化市高新区经济保持较快增长，为公司提供了良好的发展基础。公司主要负责高新区内的基础设施工程建设和土地整理开发，在高新区内具有一定的垄断性且仍能继续获得较大的外部支持。当前在建项目较多，已经投入而尚未结转的土地开发成本较多，随着项目完工结算，未来可持续获得代建项目收入和土地开发整理收入。

但中证鹏元也关注到，公司资产以应收款项和存货为主，其中存货主要为土地资产且大部分土地已用于抵押。其他应收款规模较大，回收时间不确定；应收账款规模较大且回收周期长，应收款项占用公司较大规模资金，公司资产整体流动性偏弱。经营活动现金流表现较差，主要在建项目及土地开发业务后续尚需较多资金投入，面临一定的资金支出压

力。公司有息债务规模增大，现金资产对短期有息债务的覆盖能力较弱，公司面临较大的短期偿债压力。

基于以上情况，中证鹏元对公司及其本期债券的2020年跟踪评级结果为：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 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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	34,437.80	82,871.36	104,826.33
应收账款	420,081.26	363,683.55	265,814.82
其他应收款（合计）	228,103.26	202,208.24	203,492.52
存货	1,197,601.10	987,339.83	870,492.86
资产总计	1,937,451.95	1,805,546.65	1,664,506.39
短期借款	3,640.00	3,780.00	0.00
其他应付款（合计）	115,774.19	80,725.32	81,673.57
一年内到期的非流动负债	67,918.08	56,850.67	36,598.67
长期借款	190,465.28	198,848.33	238,213.00
应付债券	313,196.45	216,379.23	194,814.89
长期应付款	0.00	225,679.93	140,518.18
负债合计	764,839.82	848,620.72	751,240.10
有息债务	575,219.80	514,919.64	480,626.55
所有者权益合计	1,172,612.13	956,925.93	913,266.29
营业收入	87,746.78	86,434.76	88,060.57
营业利润	35,301.12	33,411.63	12,050.02
净利润	31,700.46	27,951.73	27,474.04
经营活动产生的现金流量净额	4,644.11	818.84	-158,351.29
投资活动产生的现金流量净额	-50,045.35	-7,288.01	-11,706.58
筹资活动产生的现金流量净额	-2,882.32	33,014.19	181,944.58
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	31.60%	32.33%	22.08%
收现比	0.46	0.01	0.53
产权比率	65.23%	88.68%	82.26%
资产负债率	39.48%	47.00%	45.13%
现金短期债务比	0.48	1.37	2.86
EBITDA（万元）	39,004.34	46,746.65	41,409.29
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.30	1.00
有息债务/EBITDA	14.75	11.02	11.61

资料来源：公司 2017-2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分}$

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。