

2017 年第一期、2019 年第一期

湖南森特实业投资有限公司

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



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【721】号 01

债券简称：
17 森特 01/17 森特债 01
19 森特 01/19 森特债 01

债券剩余规模：
17 森特 01：5 亿元
19 森特 01：8 亿元

债券到期日期：
17 森特 01：
2024 年 11 月 28 日
19 森特 01：
2026 年 6 月 6 日

债券偿还方式：
每年付息一次，债券存
续期的第 3-7 年末分别
偿还 20%本金。

分析师

姓名：
刘惠琼 蒋申

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@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

2017 年第一期、2019 年第一期 湖南森特实业投资有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
债券信用等级	17 森特 01：AA	17 森特 01：AA
	19 森特 01：AA	19 森特 01：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 7 月 13 日	2019 年 4 月 8 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“17 森特 01”）和 2019 年 6 月 6 日发行的 2019 年第一期公司债券（以下简称“19 森特 01”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“17 森特 01”及“19 森特 01”的信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。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，公司土地整理和工程建设业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，面临较大的建设资金压力，并且整体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。依托良好的工业基础及高新技术产业投资带动等，2019 年衡阳市地区生产总值实现 3,372.68 亿元，增长 8.1%，其中有色金属冶炼及压延加工业增加值增长 51.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长 28.5%，松木经济开发区的盐卤化工及精细化工、新能源等支柱产业亦发展较好。
- 公司土地整理和工程建设业务可持续性较好。土地整理开发和城市基础设施建设等业务系公司收入的重要来源；截至 2019 年底，公司土地整理业务形成的待结算

开发成本共计 24.98 亿元，主要代建项目总投资 24.91 亿元，已投资 12.80 亿元，整体看，土地整理和工程建设业务未来可持续性较好。

- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司主要承担衡阳市松木经济开发区内的城市基础设施建设与管理等职能，2019 年湖南衡阳松木经济开发区财政局向公司拨付企业发展资金补助金额 1.10 亿元，占公司当期利润总额的 67.56%，政府补助有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以应收款项和存货为主，2019 年末应收款项账面价值合计 28.70 亿元，占总资产的 22.13%，部分款项账龄偏长，对资金形成长期占用；以土地及开发成本为主的存货期末账面价值为 82.08 亿元，占总资产的 63.29%，其中已抵押土地账面价值占总资产的比重为 17.80%。
- **公司经营现金流表现不佳，建设资金压力较大。**2019 年公司收现比下降至 0.71，经营活动现金流仍为净流出状态；截至 2019 年底，公司主要在建项目尚需投资 24.54 亿元，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增加，整体偿债压力较大。**截至 2019 年底，公司有息债务余额增加至 51.25 亿元，同比增加 18.08%，当期 EBITDA 利息保障倍数为 0.72，有息债务/EBITDA 为 30.56，整体面临较大的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,296,898.59	1,100,483.76	993,663.55
所有者权益	548,412.09	533,525.96	500,283.18
有息债务	512,528.56	434,038.12	262,797.92
资产负债率	57.71%	51.52%	49.65%
现金短期债务比	3.24	-	-
营业收入	63,803.87	62,440.09	84,086.76
其他收益	11,034.44	10,791.41	8,464.08
利润总额	16,332.28	14,525.14	17,499.07
综合毛利率	12.24%	11.21%	14.09%
EBITDA	16,770.84	15,464.42	18,463.01
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.76	1.57
经营活动现金流净额	-70,357.94	-159,328.76	-67,435.37
收现比	0.71	1.38	1.56

注：2017 年和 2018 年无短期债务，当期末现金短期债务比无法计算，用“-”表示，下同。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理。

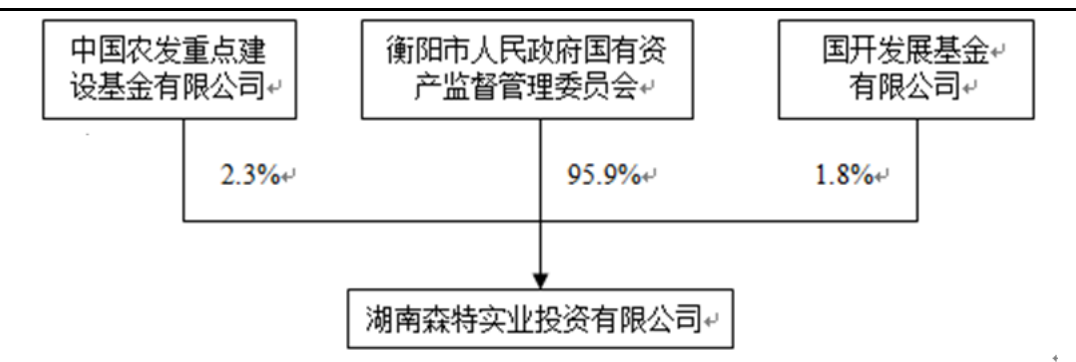
一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年11月28日和2019年6月6日发行了7年期13.00亿元公司债券，其中“17森特01”发行规模5.00亿元，“19森特01”发行规模8.00亿元，两期债券所募集资金均用于电镀中心项目、标准厂房四期项目以及绿色住宅建筑示范工程项目。截至2019年12月，两期债券募集资金账户余额合计为41,306.64万元。

二、发行主体概况

2019年以来公司注册资本、实收资本、股权结构均未发生变化。截至2020年3月31日，公司注册资本仍为31,273.00万元，实收资本仍为3,0000.00万元，控股股东和实际控制人仍为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”），股权结构图如下图1所示，其中中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有的该部分股权实质为专项基金借款，具体为公司于2015年8月向农发基金借入10,000万元专项基金，将于2019-2030年间分期偿还本金，其中714万元作为出资额持有公司股权2.3%；公司于2015年10月向国开基金借入7,800万元专项基金，将于2027-2029年分期偿还本金，其中559万元作为出资额持有公司股权1.8%。在专项基金存续期内，基金公司不参与公司实际经营管理，每年获取1.2%的投资收益。

图1 截至2020年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司为衡阳市投融资和建设主体之一，主要承担湖南衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）范围内的投融资和城市建设等职能，2019年以来主营业务及合并范围未发生变化。截至2019年12月31日，公司合并范围子公司仍为两家，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，详见附录二。

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；战略性新兴产业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 万亿元，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

衡阳市及松木经开区工业基础较好，经济实力稳步提升，固定资产投资加快，为公司发展提供了较好的基础

2019 年衡阳市经济继续保持较快增长，当期实现地区生产总值 3,372.68 亿元，按可比

价格计算，增长率8.1%。其中，第一产业实现增加值380.08亿元，增长2.9%；第二产业实现增加值1,091.61亿元，增长8.1%；第三产业实现增加值1,900.99亿元，增长9.2%。三次产业结构由上年的11.1：33.6：55.3调整为11.2：32.4：56.4。按常住人口计算，人均地区生产总值46,379元，为全国人均GDP的65.42%。

依托良好的工业基础，2019年衡阳市全市规模工业增加值增长9.0%，增速较上年提升。八大重点行业中，有色金属冶炼及压延加工业增长51.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长28.5%；非金属矿采选业增长14.8%；电力、热力生产和供应业增长9.9%；化学原料及化学制品制造业增长6.6%；非金属矿物制品业增长6.2%；电气机械及器材制造业增长4.1%；农副食品加工业下降6.4%。此外，六大高耗能产业在湖南株冶有色金属有限公司投产的带动下，全年增长17.8%，增速较上年提高14.3个百分点。

在高新技术产业投资及生态投资加快的带动下，2019年衡阳市固定资产投资增速提升至11.8%，全年施工项目个数比上年增长13.1%。其中民生投资增长24.4%，生态投资增长25.8%，基础设施投资增长1.9%，高新技术产业投资增长81.7%，工业技改投资增长48.6%。住宅投资带动下，全年房地产开发投资增长14.9%，投资增速放缓但依然保持较高水平，商品房销售面积及销售额均保持增长，房地产市场景气度较高。

2019年衡阳市社会消费品零售总额继续稳步增加，进出口总额波动较大，金融机构存款余额和贷款余额保持增长，为当地经济发展提供了良好的金融环境。

2019年衡阳市全市地方一般公共预算收入170.20亿元，增长5.5%。其中，税收收入110.40亿元，增长6.8%。全市一般公共预算支出598.82亿元，增长12.7%。

表1 衡阳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）	3,372.68	8.1%	3,046.03	8.3%
第一产业增加值	380.08	2.9%	337.01	3.1%
第二产业增加值	1,091.61	8.1%	1,023.59	7.0%
第三产业增加值	1,900.99	9.2%	1,685.43	10.6%
规模以上工业增加值	-	9.0%	-	7.7%
固定资产投资	-	11.8%	-	10.3%
社会消费品零售总额	1,464.50	10.3%	1,327.21	10.4 %
进出口总额（亿元）	368.85	32.2%	278.93	-7.8 %
存款余额	3,937.91	6.2%	3,706.76	3.3%
贷款余额	2,425.71	13.8%	2,131.69	11.7 %
人均 GDP（元）	46,379		42,163	

人均 GDP/全国人均 GDP	65.42%	65.22%
-----------------	--------	--------

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

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，下辖1个街道办事处；是全国第七批省级开发区、国家第一批循环化改造示范试点园区，也是国家高技术产业基地、湖南省信息化和工业化融合试验区。经开区内盐卤资源储量丰富，形成了盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业集群。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为龙头，带动了恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业等30多家下游企业的发展。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。智能制造产业以比亚迪云轨智能制造产业园项目为龙头，带动铝业、轮胎等下游企业的发展。

四、经营与竞争

2019年公司仍主要从事衡阳松木经开区范围的土地整理开发和城市基础设施建设，当期主营业务收入实现6.37亿元，由土地整理、工程建设以及新增的土地出让构成。其中，土地整理业务收入较上年同期大幅下降，主要系当期已完工并完成出让的土地面积减少且均为单价低的工业用地；工程建设业务收入较上年同期大幅下降主要系工程建设未达到收入确认条件，相应均未结转成本所致；此外，公司将自有的一宗土地进行转让取得土地出让收入4.66亿元，成为当期最主要的收入来源。

毛利率方面，土地整理和工程建设业务毛利率均保持稳定，土地出让收入受转让价格及土地成本的综合影响，毛利率为12.50%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	2,995.81	15.00%	10,623.45	15.00%
工程建设	14,088.86	10.43%	51,816.64	10.43%
土地出让	46,581.04	12.50%	-	-
其他	25.69	100.00%	-	-
合计	63,691.40	12.20%	62,440.09	11.21%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理业务可持续性较好，但收入规模受地块整理进度及当地土地市场景气度

等影响存在较大波动

根据公司分别与衡阳市人民政府及松木经开区管委会签订的《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》的两份框架性协议，公司受政府委托承担了松木经开区内的土地开发及整理项目的投资建设。此外，根据公司于2018年1月与松木经开区管委会签订了具体的《委托整理经营协议》，该协议约定土地整理委托经营期限为8年，自2018年1月1日至2025年12月31日止，经营期限内公司承担为实施土地收储、整理、前期开发等工作发生的成本和费用；达到出让条件的土地经招拍挂程序统一在衡阳市土地矿产交易中心进行出让成交后，松木经开区管委会依据《委托整理经营协议》的相关规定，将土地出让金额的50%返还至公司。实际账务处理上，公司依据松木经开区管委会出具的收入确认文件，将不含税的返还款确认为土地整理业务收入。

2019年公司土地整理业务收入较上年大幅下降84.47%，主要系当期网挂成交的土地面积大幅减少且全部为出让单价较低的工业用地，毛利率为15%。未来公司土地整理业务收入规模及综合盈利水平受当地土地市场景气度及出让土地用途等影响仍可能存在波动。

表3 2018-2019 年公司土地整理业务收入确认情况（单位：万元）

年份	宗地编号或项目名称	面积（平方米）	整理成本	确认收入
2018	[2016]网挂 108 号	2,786.68	42.57	510.28
	[2017]网挂 120 号	84,966.11	1,297.87	1,732.33
	[2017]网挂 121 号	41,673.47	636.46	849.65
	[2018]网挂 50 号	461,734.52	7,053.03	7,531.18
	合计	591,160.78	9,029.93	10,623.45
2019	2019 年网挂 68 号	70,293.68	1,041.53	1,146.53
	2019 年网挂 165 号	30,360.15	449.84	552.67
	2019 年网挂 24 号	28,960.14	429.10	527.18
	2018 年网挂 161 号	9,653.38	143.03	175.73
	2018 年网挂 98 号	15,020.08	222.55	273.79
	2018 年网挂 162 号	17,573.42	260.38	319.90
	合计	171,860.86	2,546.43	2,995.81

资料来源：公司提供

为发展松木经开区工业经济，当地政府在基础设施建设方面的投资力度较大，公司土地整理业务较充足。截至 2019 年底，土地整理业务形成的待结算开发成本共计 24.98 亿元，其中包括已完成三通一平的储备用地 9.60 亿元，待结算项目中投入金额较大的有建滔热电联产集中供热项目、云升路西延项目、建滔石墨稀项目、仁发科技项目等。

截至 2019 年底，公司待整理开发土地主要为智能制造产业园二期和三期地块，总面积约 1,100 亩，已整理面积 682 亩，剩余 418 亩待整理。

表4 截至 2019 年底公司正在进行的主要整理开发土地项目（单位：万元、亩）

项目	坐落位置	计划总投资	已投资	土地总面积	已整理面积	待整理面积
智能制造产业园土地二期平整工程	松木经开区内	12,000.00	8323.36	300.00	186.00	114.00
智能产业园土地平整项目三期二标工程	松木经开区内	16,000.00	9474.49	400.00	248.00	152.00
智能产业园土地平整项目三期一标工程	松木经开区内	16,000.00	9482.15	400.00	248.00	152.00
合计	-	44,000.00	27,280.00	1,100	682.00	418.00

资料来源：公司提供

整体而言，公司土地整理业务可持续性较好，待结算项目充足，未来土地整理业务收入来源较有保障，但收入规模受当地土地市场景气度等影响仍存在较大波动。

2019 年公司新增土地出让收入，未来可出让土地较多，但业务持续性较差

2019 年 3 月，衡阳市土地储备中心与公司签订《土地使用权收回协议》，将公司位于松木经开区内的一宗闲置未开发利用土地收回，土地证号为湘（2016）衡阳市不动产权第 0001741 号，土地用途为住宅、商业用地，类型为出让，面积 9.49 万平方米。2019 年 12 月，公司依据松木经开区管委会关于公司收入确认的批复文件，确认该宗被收回土地的出让/转让收入 46,581.04 万元（不含税）。

截至 2019 年底，公司已办理权证的土地账面价值共计 43.10 亿元，类型均为出让，用途包括住宅和商服，面积合计 121.32 万平方米，其中已抵押土地账面价值 23.08 亿元。整体看，公司持有的出让类型的土地较多，未来土地出让或转让收入来源较有保障，但土地转让业务受政策规划、土地市场景气度等影响存在较大的不确定性。

公司工程建设业务收入增长较快，可持续性较好，但在建项目投资规模大，公司面临较大资金支出压力

根据公司分别与衡阳市人民政府及松木经开区管委会签订的《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》的两份框架性协议，公司受政府委托承担松木经开区范围内的基础设施建设和保障性住房建设项目的投资建设，项目完工并经过竣工验收合格后移交给政府相关单位。公司可确认的项目建设费用由项目前期费用、征地拆迁费用、建安工程费用、项目建设资金占用成本、项目固定投资回报五大部分构成。其中公司与衡阳松木经开区签订的框架性协议约定，自项目接收之日起五年内由松木经开区财政局分期向公司支付全部的建设费用。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。公司每年对完工并完成验收的项目申请确认工程建设收入，投资回报率均按15%执行。

2019年根据松木经开区管委会出具的关于公司工程建设收入确认的批复文件，当期公

司按工程实际成本、建设管理费确定工程建设业务实际工程成本12,618.72万元，并确认工程建设收入14,088.86万元（不含税），收入规模较上年同期大幅下降72.81%，主要系当期完成验收达到可确认条件的安置房、棚户区改造等项目较少所致；由于投资回报率固定，毛利率保持稳定。

表5 2018-2019 年公司工程建设项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	投资成本	工程收入
2018 年	安置房二期	13,352.96	14,908.65
	安置房六期	8,835.90	9,865.33
	安置房七期	2,414.84	2,696.18
	棚改二期（货币安置 678）	2,067.28	2,308.13
	棚改三期（货币安置 820）	1,005.68	1,122.84
	化工路西延	1,468.00	1,639.03
	蒸阳北路	1,120.28	1,250.80
	松梅物流园	4,751.28	5,304.82
	松木物流园	4,867.54	5,434.63
	园区料循环管廊工程项目	424.75	474.24
	其他	6,101.17	6,811.99
	合计	46,409.68	51,816.63
2019 年	棚改二期城中村安置 678	12,618.72	14,511.53
	合计	12,618.72	14,511.53

注：上表中 2019 年工程收入系含税收入，与表 2 披露的工程收入略有差异。

资料来源：公司提供

公司主要在建工程项目有棚户区改造、标准厂房项目、电镀中心项目等，其中标准厂房四期项目、绿色住宅建筑示范工程项目、电镀中心项目三个项目系“19森特01”与“17森特01”的募投项目，除债券募投项目和海克标准厂房为自营模式外，其他工程项目均按照已签订的委托框架协议执行。

上述募投项目均于2015年开工，原计划建设周期为2年半到3年，由于项目涉及征地拆迁，拆迁进度不及预期，导致目前项目仍在建设中，整体上建设进度不达预期。募投项目建成后计划由公司运营，主要通过安置房出售、标准厂房出租等方式实现收益，未来受工程进度和市场销售、出租价格等因素的影响，能否实现预期收益存在一定的不确定性。

截至2019年底，主要在建工程项目计划总投资合计47.91亿元，已完成投资23.37亿元，尚需投资24.54亿元。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，且大部分需由公司自筹解决，面临较大的资金支出压力。

表6 截至 2019 年底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	业务模式
绿色住宅建筑示范工程项目* （棚户区改造二期实物安置部分）	96,121.11	58,641.21	37,479.90	自营
棚改三期（货币安置 820 户）	103,323.12	67,495.54	35,827.58	代建
棚改二期（货币安置 678 户）	77,726.00	49,912.84	27,813.16	代建
标准厂房四期项目*	43,321.80	25,683.14	17,638.66	自营
电镀中心项目*	54,590.23	19,374.21	35,216.02	自营
污水处理厂配套管网工程项目	32,255.85	4,921.61	27,334.24	代建
物料循环管廊项目	18,581.85	5,360.62	13,221.23	代建
海克标准厂房	36,000.00	2,022.54	33,977.46	自营
公租房三期项目（107.1 亩）	17,200.00	300.10	16,899.90	代建
合计	479,119.96	233,711.81	245,408.15	

注：标*项目本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大力度的外部支持，利润水平得到有效提升

公司承担了松木经开区内主要的投融资与城市基础设施建设与管理等职能，为支持经开区重点项目建设及公司运营发展，2019年当地政府继续给予公司较大支持，由松木经开区财政局向公司拨付企业发展资金补助金额11,034.44万元，计入其他收益，有效提升了公司当期利润水平。

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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司合并范围未变化。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，以土地资产和应收款项为主，土地抵押比率较高，整体资产流动性偏弱

2019 年公司总资产规模继续增长，年末为 129.69 亿元，仍以流动资产为主，其占比 93.44%。

期末公司货币资金余额为 10.34 亿元，全部为银行存款，不存在质押、冻结或有潜在收回风险的款项。应收账款期末余额 11.29 亿元，全部为应收松木经开区财政局土地整理

及工程建设业务款项，账龄在 1 年以内的占比 17.24%、1-2 年的占比 56.96%、2-3 年的占比 25.80%。其他应收款期末余额 17.55 亿元，主要系往来款，前五大应收对象均系当地其他城投公司或政府单位，欠款余额合计 17.13 亿元，占比 97.55%，账龄主要集中在 1 年以内。应收款项规模持续增长，对公司营运资金形成较大占用，且回收时间存在不确定性。

公司存货规模较大且呈现稳步增长，2019 年末存货账面价值 82.08 亿元，由拟开发土地、开发成本以及工程建设三部分构成。其中拟开发土地账面价值 47.93 亿元，已办理权证的土地账面价值共计 43.10 亿元¹，已办理权证土地性质均为出让的住宅或商服用地，面积合计 121.32 万平方米，已用于抵押部分账面价值 23.08 亿元；存货中开发成本 24.98 亿元，主要系土地整理开发项目；工程建设账面价值 9.17 亿元，为工程建设业务投资成本，随着在建项目持续投入建设而增加。

2019 年末在建工程随项目建设规模的扩大进一步增长至 8.48 亿元，仍为棚户区改造（含绿色住宅建筑示范工程项目）、标准厂房四期和海克标准厂房 3 个项目的投资成本。

整体来看，公司资产规模继续增长，资产结构变化较小，期末土地抵押比率较高，资产流动性偏弱。

表7 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	103,372.53	7.97%	130,717.46	11.88%
应收账款	112,348.12	8.66%	92,976.09	8.45%
其他应收款	174,670.84	13.47%	139,511.82	12.68%
存货	820,772.20	63.29%	673,349.83	61.19%
流动资产合计	1,211,775.92	93.44%	1,036,712.29	94.21%
在建工程	84,755.38	6.54%	63,473.37	5.77%
非流动资产合计	85,122.67	6.56%	63,771.46	5.79%
资产总计	1,296,898.59	100.00%	1,100,483.76	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司整体收入规模保持增长，政府补助有效提升了利润水平

2019 年公司营业收入由土地整理、土地出让和工程建设三大业务收入构成，其中土地出让收入来自公司自有土地转让所得，占当期收入的比重最高；工程建设收入大幅下滑

¹、其中 1 宗编号为湘（2016）衡阳市不动产权第 0001744 号、账面价值为 3.16 亿元的土地实际 2019 年已被政府收回，期末仍在存货中拟开发土地中体现，公司计划于 2020 年确认土地出让收入。

主要系当期完工并完成验收结算的项目较少导致；土地整理业务收入受当期土地出让面积及出让土地为工业用地等影响亦出现大幅减少。综合毛利率方面，由于收入结构变化且当期土地出让业务的毛利率水平尚可，当期公司综合毛利率表现为小幅提升。截至 2019 年底，公司拥有较多可出让土地，且待整理土地规模仍较多，安置房、标准厂房等在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设收入较有保障。

其他收益系政府补助，2019 年公司继续收到各类政府补助合计 11,034.44 万元，占当期利润总额的 67.56%，有效提升了公司当期利润水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	63,803.87	62,440.09
营业利润	16,332.47	14,551.59
其他收益	11,034.44	10,791.41
利润总额	16,332.28	14,525.14
综合毛利率	12.24%	11.21%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，在建项目投资仍面临较大的资金支出压力

2019 年公司营业收入保持增长，但业务现金回款规模较上年同期减少，收现比下降至 0.71。同时在建项目的建设资金支出规模仍较大，叠加大量往来款的流入及流出，当期公司经营活动现金流仍呈现净流出状态，净流出额较上年同期缩减。

2019 年公司投资活动净流出 10,270.28 万元，系棚户区改造、标准厂房四期和海克标准厂房 3 个项目的投资支出。

筹资活动方面，2019 年公司通过发行债券等外部融资取得借款以及质押保证金 6.30 亿元到期后转为银行存款等使得当期筹资活动现金流入 20.89 亿元，同时偿付债务本金及利息等使得资金流出 9.26 亿元，当期筹资活动净流入 11.63 亿元，较好地弥补了公司经营及投资活动对资金的需求。截至 2019 年底，公司主要在建项目仍面临较大的资金缺口，未来外部融资需求仍较大。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.71	1.38
销售商品、提供劳务收到的现金	45,346.64	86,143.38
收到的其他与经营活动有关的现金	243,025.73	289,055.43

经营活动现金流入小计	288,372.37	375,198.81
购买商品、接受劳务支付的现金	121,628.82	140,914.26
支付的其他与经营活动有关的现金	233,325.43	387,850.04
经营活动现金流出小计	358,730.31	534,527.57
经营活动产生的现金流量净额	-70,357.94	-159,328.76
投资活动产生的现金流量净额	-10,270.28	-8,633.37
筹资活动产生的现金流量净额	116,283.30	170,751.16
现金及现金等价物净增加额	35,655.07	2,789.03

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

公司有息债务规模进一步增加，整体偿债压力较大

随着公司新一期债券发行成功以及应付账款规模增加等，2019 年末负债总额增长较快，同比增长 32.02%，负债结构仍以非流动负债为主，占比为 68.48%；期末所有者权益变动较小。综合影响下，产权比率提升至 136.48%，所有者权益对负债的覆盖程度下降。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	748,486.51	566,957.80
所有者权益	548,412.09	533,525.96
产权比率	136.48%	106.27%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司应付账款全部为应付工程款，由于项目建设持续投入且工程款未及时结算，导致期末应付账款规模快速增加至 9.26 亿元。应交税费主要为增值税和企业所得税，随业务规模扩大而增长。其他应付款主要系与当地其他城投公司等单位的往来款及少量应付债券利息，其中应付衡阳市金源开发建设投资有限公司及松木经开区管委会的金额较大，分别为 4.83 亿元和 4.03 亿元；其他应付款账龄在 1 年以内占比 56.58%、1-2 年占比 18.83%、2-3 年占比 23.84%。

2019 年末长期借款余额为 36.32 亿元，包括质押借款 23.00 亿元、抵押借款 13.32 亿元，质押物主要系棚户区改造建设工程应收账款，抵押物为国有土地使用权。期末应付债券余额为 13.23 亿元（含利息），包括“17 森特 01”和“19 森特 01”，其中“19 森特 01”系 2019 年 6 月发行，募集资金 8.00 亿元。长期应付款余额为 1.70 亿元，包括 0.92 亿元来自农发基金借款和 0.78 亿元来自国开基金的专项资金借款，两笔借款年化利率均为 1.2%；其中农发基金借款用于棚户区改造项目，将于 2019-2030 年间分期偿还本金，已

于 2019 年偿还本金 800 万元；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 年分期偿还本金。

表11 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
应付账款	92,605.96	12.37%	9,209.35	1.62%
应交税费	20,137.13	2.69%	18,511.85	3.27%
其他应付款（合计）	122,988.71	16.43%	105,052.88	18.53%
流动负债合计	235,957.95	31.52%	132,919.68	23.44%
长期借款	363,172.66	48.52%	365,400.00	64.45%
应付债券	132,335.90	17.68%	50,818.12	8.96%
长期应付款（合计）	17,020.00	2.27%	17,820.00	3.14%
非流动负债合计	512,528.56	68.48%	434,038.12	76.56%
负债合计	748,486.51	100.00%	566,957.80	100.00%
其中：有息债务	512,528.56	68.48%	434,038.12	76.56%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司融资力度加大，有息债务规模持续增加，2019 年末余额增加至 51.25 亿元，同比增长 18.08%，期末占负债总额的比重为 68.48%。从公司提供的有息债务偿还计划情况看，2020 年及 2021 年将分别偿还债务本金 3.19 亿元²和 4.40 亿元。考虑公司账面货币资金较为充足，短期债务压力不大。

表12 公司 2020-2022 年有息债务本金计划偿还情况（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
有息债务	31,861.00	43,950.00	60,625.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年末公司资产负债率小幅提升至 57.71%，根据公司提供的 2020 年应还本金规模，2019 年末公司现金短期债务比为 3.24。2019 年公司有关有息债务规模继续增加，EBITDA 利息保障倍数仅为 0.72，EBITDA 对有息债务本金及利息的覆盖倍数偏低。长期看，随着债务到期，公司整体偿债压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	57.71%	51.52%
现金短期债务比	3.24	-
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.76
有息债务/EBITDA	30.56	28.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

² 含“17 森特 01”2020 年应还本金以及 2020 年应还的银行借款。

六、评级结论

2019年衡阳市地区生产总值持续增长，工业发展良好，固定资产投资增长加快，为公司发展提供了良好基础。公司土地整理和工程建设业务持续性较好，且继续获得政府补助等较大力度的外部支持。

同时，我们也关注到公司资产以应收款项和存货为主，土地抵押比率较高，资产整体流动性偏弱；公司在建项目投资规模较大，而经营活动现金流表现不佳，项目建设面临较大的资金支出压力；以及公司有息债务规模继续增长，EBITDA对有息债务的本息保障程度偏低，公司整体偿债压力较大等风险因素。

基于以上分析，经中证鹏元综合评定，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 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	103,372.53	130,717.46	127,928.43
其他应收款（合计）	174,670.84	139,511.82	18,401.35
存货	820,772.20	673,349.83	658,889.59
资产总计	1,296,898.59	1,100,483.76	993,663.55
应付账款	92,605.96	9,209.35	80,478.90
其他应付款（合计）	122,988.71	105,052.88	133,544.87
长期借款	363,172.66	365,400.00	195,350.00
应付债券	132,335.90	50,818.12	49,627.92
负债合计	748,486.51	566,957.80	493,380.37
归属于母公司所有者权益合计	548,412.09	533,525.96	500,283.18
所有者权益合计	548,412.09	533,525.96	500,283.18
营业收入	63,803.87	62,440.09	84,086.76
营业利润	16,332.47	14,551.59	17,507.13
净利润	14,886.13	13,242.78	15,240.37
经营活动产生的现金流量净额	-70,357.94	-159,328.76	-67,435.37
投资活动产生的现金流量净额	-10,270.28	-8,633.37	-32,389.93
筹资活动产生的现金流量净额	116,283.30	170,751.16	102,046.63
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	12.24%	11.21%	14.09%
收现比	0.71	1.38	1.56
产权比率	136.48%	106.27%	98.62%
资产负债率	57.71%	51.52%	49.65%
现金短期债务比	3.24	-	-
EBITDA（万元）	16,770.84	15,464.42	18,463.01
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.76	1.57
有息债务/EBITDA	30.56	28.07	14.23

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	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 2019 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录三 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
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 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金
有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款

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。