

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】750号

桂阳县城建设投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2020年桂阳县城建设投资有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年八月七日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与桂阳县城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

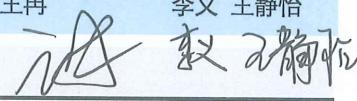
请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年8月7日

2020年桂阳县城市建设投资有限公司公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员																																																																																																																												
AA	稳定	AAA	2020/8/7	王冉	李义 王静怡 																																																																																																																												
主体概况		评级模型																																																																																																																															
桂阳县城市建设投资有限公司是郴州市桂阳县重要的基础设施建设主体，主要从事桂阳县基础设施建设业务。桂阳县国有资产经营中心为公司唯一股东，桂阳县人民政府为公司实际控制人。		<p>1.基础评分模型</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>一级</th><th>二级指标</th><th>权重</th><th>得分</th><th>一级</th><th>二级指标</th><th>权重</th><th>得分</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td rowspan="2">地区</td><td>区域层级</td><td>20.00%</td><td>11.20</td><td rowspan="2">企业</td><td>资产总额</td><td>36.00%</td><td>28.80</td></tr> <tr><td>GDP 总量</td><td>32.00%</td><td>21.12</td><td>净资产总额</td><td>36.00%</td><td>28.80</td></tr> <tr><td rowspan="2">综合</td><td>GDP 增速</td><td>4.00%</td><td>2.96</td><td rowspan="2">经营</td><td>资产负债率</td><td>9.00%</td><td>9.00</td></tr> <tr><td>人均 GDP</td><td>4.00%</td><td>2.40</td><td>与</td><td>全部债务资本化比率</td><td>9.00%</td><td>9.00</td></tr> <tr><td rowspan="2">实力</td><td>一般公共预算收入</td><td>32.00%</td><td>19.20</td><td rowspan="2">财务</td><td>补助收入/利润总额</td><td>5.00%</td><td>3.00</td></tr> <tr><td>一般公共预算收入增速</td><td>4.00%</td><td>0.80</td><td>实力</td><td>(实收资本+资本公积)/资产总额</td><td>5.00%</td><td>3.00</td></tr> <tr><td></td><td>上级补助收入</td><td>4.00%</td><td>2.64</td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>				一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分	地区	区域层级	20.00%	11.20	企业	资产总额	36.00%	28.80	GDP 总量	32.00%	21.12	净资产总额	36.00%	28.80	综合	GDP 增速	4.00%	2.96	经营	资产负债率	9.00%	9.00	人均 GDP	4.00%	2.40	与	全部债务资本化比率	9.00%	9.00	实力	一般公共预算收入	32.00%	19.20	财务	补助收入/利润总额	5.00%	3.00	一般公共预算收入增速	4.00%	0.80	实力	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00		上级补助收入	4.00%	2.64																																																																				
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分																																																																																																																										
地区	区域层级	20.00%	11.20	企业	资产总额	36.00%	28.80																																																																																																																										
	GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	28.80																																																																																																																										
综合	GDP 增速	4.00%	2.96	经营	资产负债率	9.00%	9.00																																																																																																																										
	人均 GDP	4.00%	2.40		与	全部债务资本化比率	9.00%	9.00																																																																																																																									
实力	一般公共预算收入	32.00%	19.20	财务	补助收入/利润总额	5.00%	3.00																																																																																																																										
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.80		实力	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00																																																																																																																									
	上级补助收入	4.00%	2.64																																																																																																																														
<p>2.二维矩阵映射</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">维度</th><th colspan="9">地区综合实力</th></tr> <tr> <th>1 档</th><th>2 档</th><th>3 档</th><th>4 档</th><th>5 档</th><th>6 档</th><th>7 档</th><th>8 档</th><th>9 档</th></tr> </thead> <tbody> <tr><td rowspan="2">企业</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td></tr> <tr><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td></tr> <tr><td rowspan="2">经营</td><td>AAA</td><td>AAA</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td></tr> <tr><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td rowspan="2">与</td><td>AA+</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td rowspan="2">财务</td><td>AA+</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td rowspan="2">实力</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>AA-</td><td>A+</td></tr> <tr><td colspan="10">基础模型参考等级</td></tr> </tbody> </table> <p>注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。</p>						维度	地区综合实力									1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档	企业	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	经营	AAA	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	A+	与	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	AA-	A+	财务	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	实力	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	AA-	A+	基础模型参考等级																							
维度	地区综合实力																																																																																																																																
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档																																																																																																																								
企业	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-																																																																																																																								
	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-																																																																																																																								
经营	AAA	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-																																																																																																																								
	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	A+																																																																																																																								
与	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
财务	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
实力	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																								
基础模型参考等级																																																																																																																																	
<p>3.评级调整因素</p> <table border="1"> <tbody> <tr><td>基础模型参考等级</td><td>AA</td></tr> <tr><td>评级调整因素</td><td>无</td></tr> <tr><td>4.主体信用等级</td><td>AA</td></tr> <tr><td>5.增信措施</td><td>连带责任保证担保</td></tr> <tr><td>6.本期债券信用等级</td><td>AAA</td></tr> </tbody> </table>						基础模型参考等级	AA	评级调整因素	无	4.主体信用等级	AA	5.增信措施	连带责任保证担保	6.本期债券信用等级	AAA																																																																																																																		
基础模型参考等级	AA																																																																																																																																
评级调整因素	无																																																																																																																																
4.主体信用等级	AA																																																																																																																																
5.增信措施	连带责任保证担保																																																																																																																																
6.本期债券信用等级	AAA																																																																																																																																

评级观点

东方金诚认为，郴州市桂阳县经济实力较强；公司是桂阳县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的支持；湖南省担保集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较差，盈利能力较弱，资金来源对外部融资依赖较大。综合分析，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

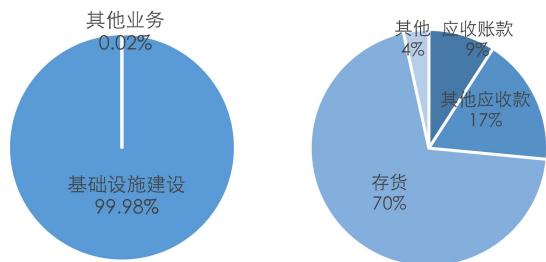
同业对比

项目	桂阳县城市建设投资有限公司	桂阳县工业园建设开发有限公司	清镇市城市建设投资有限公司	邛崃市建设投资集团有限公司	资兴市成诚投资有限公司
地区	郴州市桂阳县	郴州市桂阳县	贵阳市清镇市	成都市邛崃市	郴州市资兴市
GDP（亿元）	365.58	365.58	263.43	330.73	319.41
GDP 增速（%）	8.0	8.0	6.1	9.0	8.0
人均 GDP（元）	50599	50599	52517	53413	90613
一般公共预算收入（亿元）	16.77	16.77	17.81	25.10	16.71
一般公共预算支出（亿元）	55.69	55.69	42.20	50.27	42.54
资产总额（亿元）	183.92	136.57	251.23	219.93	92.56
所有者权益（亿元）	115.29	102.25	117.29	121.17	69.18
营业收入（亿元）	10.08	5.98	21.40	7.17	7.03
利润总额（亿元）	1.59	1.11	1.06	1.42	1.62
资产负债率（%）	37.31	25.13	53.31	44.90	25.26
全部债务资本化比率（%）	26.04	19.45	32.08	23.77	23.49

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据均为 2019 年，数据来源于公开资料，东方金诚整理。

主要指标及依据

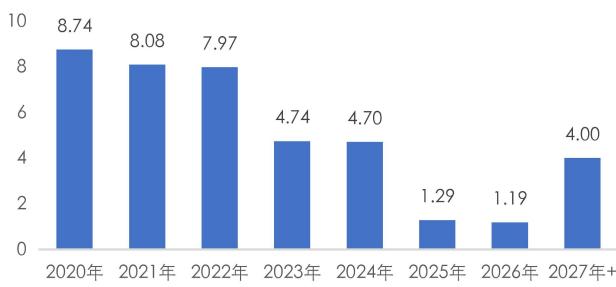
2019年公司营业收入构成 2019年末公司资产构成



公司财务指标 (单位:亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
资产总额	179.65	176.31	183.92
所有者权益	112.23	113.76	115.29
营业收入	12.76	10.00	10.08
利润总额	1.94	1.56	1.59
全部债务	57.97	43.66	40.60
资产负债率	37.53	35.48	37.31
全部债务资本化比率	34.06	27.74	26.04

2019年末公司全部债务结构 (单位:亿元)



地区经济及财政 (单位:亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
地区	郴州市桂阳县		
GDP 总量	384.96	376.00	365.58
GDP 增速	8.2	8.5	8.0
人均 GDP (元)	53684	52250	50599
一般公共预算收入	16.30	15.96	16.77
一般公共预算收入增速	-22.37	-2.06	5.07
上级补助收入	22.53	25.86	28.18

优势

- 郴州市桂阳县主要经济指标均保持增长，第三产业发展较快，经济实力较强；
- 公司主要从事桂阳县的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；
- 公司作为桂阳县重要的基础设施建设主体，在债务置换、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持；
- 湖南省担保集团综合财务实力极强，为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建和拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较差；
- 公司利润对财政补贴存在较大依赖，盈利能力较弱；
- 公司经营性净现金流和投资性净现金流持续净流出，资金来源对外部融资依赖较大。

评级展望

预计郴州市及桂阳县经济将保持增长，公司主营业务将保持较强的区域专营性，能够获得实际控制人及相关各方的持续支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA	AAA (17桂阳城投债/17桂城投) AA+ (15桂阳城投债/PR桂城投)	2020/6/23	王冉 李义 王静怡	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA	AAA (17桂阳城投债/17桂城投)	2018/4/18	刘贵鹏 赵振东 张绮微	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文
AA	AA+ (17桂阳城投债/17桂城投)	2017/6/27	刘贵鹏 赵振东	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文
AA	AA+ (15桂阳城投债/PR桂城投)	2015/11/17	孙超 吴婷婷	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文

注：以上为不完全列示

主体概况

桂阳县城建设投资有限公司（以下简称“桂阳城投”或“公司”）是由桂阳县财政局于2001年12月出资设立的国有独资公司，初始注册资本为100万元人民币。公司原名桂阳县城建设开发有限责任公司，2004年11月变更为现名。历经数次增资与股权变更，截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，桂阳县国有资产经营中心¹是公司唯一股东，桂阳县人民政府是公司实际控制人。

公司是郴州市桂阳县重要的基础设施建设主体，主要从事桂阳县范围内的基础设施建设业务。

截至2019年末，公司拥有1家控股子公司，即开元（桂阳）投资有限公司（以下简称“开元投资”），持股比例为57.80%。

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟发行总额不超过人民币7.3亿元（含）的“2020年桂阳县城建设投资有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），其中基础发行额为3.7亿元，弹性配售额为3.6亿元。本期债券为7年期固定利率债券，在债券存续期的第5个计息年度末附设公司调整票面利率选择权（公司有权决定是否上调或下调本期债券的票面利率，调整的幅度为0至300个基点（含本数））和投资者回售选择权。回售部分债券可选择转售或予以注销。本期债券面值100元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，即公司将在本期债券存续期的第3年至第7年末每年分别按照债券发行总额的20%偿还本期债券本金；在本期债券存续期内第5个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日支付，未回售部分债券在本期债券存续期第5至第7个计息年度末分别按照每百元本金值的20%偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，后5期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为3.7亿元，拟全部用于偿还“15桂阳城投债”在2020年间应兑付的本金及利息，或置换因偿还“15桂阳城投债”2020年度本息所产生的负债；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为7.3亿元，其中3.7亿元用于偿还“15桂阳城投债”在2020年间应兑付的本金及利息，或置换因偿还“15桂阳城投债”2020年度本息所产生的负债；3.6亿元全部用于置换因偿还“17桂阳城投债”2020年间到期本金及利息所产生的负债。具体如下：

图表1 本期债券募集资金拟使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	拟偿还或置换本金和利息	本息兑付日
15桂阳城投债	16	3.7	2020.12.02

¹ 2016年6月，桂阳县财政局将持有公司100.00%的股权无偿划转给桂阳县财政局下属事业单位桂阳县国有资产经营中心。

合计	16	3.7	-
15 桂阳城投债	16	3.7	2020.12.02
17 桂阳城投债	14	3.6	2020.07.21
合计	30	7.3	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度GDP同比回升至3.2%。上半年GDP同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长3.8%，增速比一季度大幅加快20个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地对消费回暖形成一定制约。预计下半年GDP增速有望逐步向6.0%的常态水平回归，全年经济增速将在2.5%左右。

二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向

二季度M2和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF降息有望重启，M2和社融存量增速还有小幅上行空间。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1. 郴州市

郴州市为湖南省下辖地级市，位于湖南省东南部，东界江西省赣州市，南邻广东省韶关市，西接湖南省永州市，北连湖南省衡阳市、株洲市，素称湖南省南大门。截至2019年末，郴州市下辖2区和8县，并代管1个县级市，同时设有1个国家级高新技术产业开发区；总面积1.94万平方公里，常住人口475.5万人。

郴州市经济保持较快增长，经济总量居湖南省中游，有色金属新材料、电子信息等四大产业发展态势良好，经济实力很强

郴州市矿产资源丰富，是全球有名的有色金属之乡，现已经发现的矿种达110种，探明储量的矿产共有7类、70多种。郴州市钨和铋在全球储量第一，钼和石墨为全国储量第一，锌为全国储量第四，白银产量约占全国的三分之一。

郴州市拥有铁路、公路、航空相结合的立体交通网络，为地区经济发展提供了便利的交通条件。铁路方面，京广铁路、京广高速铁路途经郴州市。公路方面，京珠高速公路、厦蓉高速公路、国道107线、国道106线、省道1806线、省道1803线和郴州大道等纵横境内。航空方面，在建的郴州北湖机场位于郴州市北湖区境内，定位为国内旅游支线机场，拟开通郴州至北京市、上海市、成都市、深圳市、张家界市、昆明市、西安市、南宁市、福州市等地的航线。

近年来，郴州市经济保持较快增长，经济总量居湖南省中游。2019年，郴州市经济增速为7.8%，经济总量在湖南省14个地级市（州）中位居第6位，人均地区生产总值位居第6位。

图表2 郴州市主要经济指标及对比情况情况（单位：亿元、%）



第二产业增加值	1010.2	6.6	1076.9	7.3	924.5	7.5
第三产业增加值	971.8	10.4	1112.7	10.7	1249.9	8.9
三次产业结构	9.7: 48.8: 41.5		8.5: 45.0: 46.5		9.3: 39.5: 51.2	
人均地区生产总值(元)	46134	7.9	50482	7.9	50760	7.5
全部工业增加值	908.0	6.7	-	7.2	-	7.7
固定资产投资	2628.1	12.9	-	10.9	-	11.5
社会消费品零售总额	938.0	10.5	1037.0	10.6	1144.0	10.3
进出口总额(亿美元)	38.9	47.2	47.2	21.6	46.5	-1.3
国内旅游收入	446.7	39.0	645.0	23.5	771.3	19.6
旅游外汇收入(亿美元)	1.7	24.7	2.1	24.2	2.5	21.7
接待国内游客(万人次)	5848.5	20.0	7161.8	16.9	7951.2	11.0
房地产开发投资	226.4	6.8	157.8	-30.3	187.4	18.8
商品房销售面积(万平方米)	790.8	13.9	753.7	4.7	766.6	1.7
商品房销售额	338.8	32.9	369.1	8.9	399.2	8.2

资料来源：郴州市 2017 年~2019 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

从产业结构看，郴州市地区经济以第二、三产业为主。近年来，郴州市工业经济保持增长，形成了有色金属新材料、电子信息、先进装备制造和医药食品四大产业集群。2019 年，郴州市工业增加值同比增长 7.7%。分行业看，郴州市农副食品加工业增加值同比下降 2.0%，烟草制品业增加值同比增长 2.8%，专用设备制造业增加值同比增长 21.8%，医药制造业增加值同比增长 20.4%，非金属矿物制品业增加值同比增长 11.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 14.7%，电力、热力生产和供应业增加值同比增长 6.3%。郴州市主要工业企业包括金贵银业、金旺铋业、台达电子、炬神电子、远大住工、郴州粮机、农夫机电、华磊光电和华特光电等。

郴州市以旅游业等为支撑的第三产业增长较快，对地区经济发展起到较强的带动作用。2019 年，郴州市第三产业对经济增长的贡献率为 51.3%。郴州市拥有湿地公园东江湖、第二西双版纳之称的莽山国家森林公园、莽山温泉、龙女温泉、人间十八福地苏仙岭等旅游景区。近年来，旅游业增长较快，接待游客人次和旅游收入快速增长，对地区经济发展贡献不断增强。2019 年末，郴州市共有国家等级旅游区（点）41 家，其中 4A 级及以上旅游区（点）14 家。

2.桂阳县

桂阳县为郴州市下辖县，位于郴州市西部，毗邻广东省，与永州市、衡阳市接壤，是郴州市面积最大、人口最多的一个县，也是湖南省承接产业转移发展加工贸易试点县。截至 2019 年末，桂阳县下辖 3 个街道、17 个镇和 2 个乡，同时设有 1 个省级工业园区，总面积为 2958.3 平方公里，常住人口为 72.42 万人。

图表3 郴州市及桂阳县区位图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来桂阳县主要经济指标均保持增长，第三产业发展较快，经济实力较强

桂阳县作为湖南省承接产业转移发展和加工贸易试点县、湖南省出口基地县，近年来经济保持快速增长，经济实力较强。2019年，桂阳县主要经济指标在郴州市下辖区、县（市）中均位居前列。从产业结构来看，桂阳县地区经济以第二、三产业为主，近年来第三产业占比持续提升。

图表4 桂阳县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	384.96	8.2	376.00	8.5	365.58	8.0
第一产业增加值	46.78	3.4	41.55	3.4	48.54	3.1
第二产业增加值	182.04	7.0	166.42	7.6	138.21	7.7
第三产业增加值	156.14	11.1	168.03	11.1	178.83	9.4
三次产业结构	12.1: 47.3: 40.6		11.0: 44.3: 44.7		13.3: 37.8: 48.9	
人均地区生产总值（元）	53684	7.7	52250	8.1	50599	7.5
规模以上工业增加值	-	7.4	-	7.5	-	7.8
固定资产投资	376.6	13.1	-	10.6	-	11.5
社会消费品零售总额	116.63	10.5	109.17	10.6	120.58	10.5
外贸进出口总额（亿美元）	1.92	-	2.59	-	3.04	-
旅游总收入	47.42	64.49	62.59	32.0	63.65	12.7
接待国内游客（万人次）	567.92	38.53	790.72	39.2	692.09	7.7
房地产开发投资	17.67	24.4	18.24	1.5	20.20	10.7
商品房销售额	32.83	46.6	29.73	9.4	32.73	10.1

资料来源：桂阳县2017年~2019年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

桂阳县是湖南省最大、中国第二大的烤烟种植基地，也是全国生猪调出、产粮和产油大县。2017年~2019年，桂阳县农林牧渔业增加值分别为47.8亿元、43.4亿元和50.6亿元，分别同比增长3.6%、3.6%和3.3%。

桂阳县矿产资源丰富，境内已查明的矿种包括有色金属、贵金属和冶金辅助原料矿产60余种，拥有黄沙坪矿区和宝山矿区等大矿区。凭借良好的资源优势，桂阳县有色金属产业发展较

快。近年来，桂阳县有色金属产业不断优化升级、已成为重要支柱产业，并形成了集资源勘探、采选、冶炼、加工等为一体的产业链。

近年来，在旅游业带动下，桂阳县第三产业保持快速发展。桂阳县拥有阳山景区、舂陵江风景区、东塔公园、龙潭书院故址、平阳古街等旅游资源。2019年末，桂阳县共有国家级旅游景区3家，其中，4A级景区1家，3A级景区2家。2017年~2019年，全县接待游客人次及实现旅游总收入均快速增长。同期，桂阳县外贸进出口总额显著提高，社会消费品零售总额同口径增长；完成房地产开发投资逐年上升，商品房销售面积保持增长。

财政状况

根据《湖南省人民政府关于完善财政体制推行“省直管县”改革的通知》（湘发[2010]3号）文件，自2010年1月1日起，包括桂阳县在内的79个县（市）财政列入湖南省直管范围，桂阳县与郴州市在财政体制上相互独立，实行三级分税体制，由湖南省财政统一办理划转。

桂阳县财政收入逐年增长，以一般公共预算收入和上级补助收入为主，财政实力较强

桂阳县近年来财政收入逐年增长，以一般公共预算收入和上级补助收入为主，财政实力较强。2019年，桂阳县一般公共预算收入、上级补助收入和政府性基金收入占财政收入的比重分别为30.17%、50.69%和19.14%。

图表5 桂阳县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	16.30	15.96	16.77
其中：税收收入	8.59	10.75	11.82
非税收入	7.71	5.22	4.95
上级补助收入	22.53	25.86	28.18
政府性基金收入	2.42	4.75	10.64
财政收入	41.25	46.58	55.60
一般公共预算支出	48.55	50.98	55.69
政府性基金支出	3.63	4.63	6.59
上解上级支出	0.47	0.72	0.85
财政支出	52.65	56.34	63.14
地方财政自给率	33.57	31.31	30.12

注：地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%

资料来源：桂阳县财政局和公开资料，东方金诚整理

2017年~2019年，受非税收入减少影响，桂阳县一般公共预算收入略有波动。其中，税收收入保持增长，占比分别为52.68%、67.31%和70.48%。由于桂阳县土地交易和房地产形势较好，且加大了对房地产业、建筑业及生活服务业的堵漏增收力度，增值税、土地增值税及契税拉动税收收入大幅增长。桂阳县非税收入主要为探矿权和采矿权使用费及价款收入以及场地和矿区使用费收入，矿山等国有资源有偿使用收入下降，拉低非税收入。近年来，桂阳县得到了上级政府的大力支持，上级补助收入逐年增长，是财政收入重要来源。

2017年~2019年，受土地交易和房地产形势较好影响，桂阳县政府性基金收入显著上升。桂阳县政府性基金收入易受房地产市场波动及土地政策影响，未来存在一定的不确定性。

2017年~2019年，桂阳县财政支出逐年上升，以一般公共预算支出为主，一般公共预算

支出中刚性支出²占比较大，分别为 51.09%、48.91% 和 46.37%。同期，桂阳县地方财政自给率有所下降，自给程度较低。

截至 2019 年末，桂阳县地方政府债务余额为 69.72 亿元，其中一般债务余额为 64.87 亿元，专项债务余额为 4.85 亿元。

业务运营

经营概况

公司营业收入及毛利润主要来自基础设施建设业务，近年来营业收入及毛利润有所波动，综合毛利率较稳定

公司作为桂阳县重要的基础设施建设主体，主要从事桂阳县基础设施建设业务。2017 年～2019 年，公司营业收入和毛利润均有所波动，仍主要来自于基础设施建设业务。同期，公司毛利率较为稳定。

图表 6 公司营业收入、毛利润和毛利率构成情况³（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	12.76	99.98	9.99	99.94	10.08	99.98
其他	0.00	0.02	0.01	0.06	0.00	0.02
合计	12.76	100.00	10.00	100.00	10.08	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	2.13	16.67	1.67	16.67	1.68	16.67
其他	0.00	100.00	0.01	100.00	0.00	100.00
合计	2.13	16.68	1.67	16.72	1.68	16.68

资料来源：审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

作为桂阳县重要的基础设施建设主体，公司主要从事桂阳县的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性

公司为桂阳县重要的基础设施建设主体，主要从事桂阳县的道路、生态环境治理、污水处理工程等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性。该业务由公司本部和子公司开元投资负责运营，业务模式主要为委托代建。

根据公司与桂阳县人民政府签订的委托代建协议，公司依靠自有资金和外部融资进行项目建设，待工程达到约定进度时，桂阳县人民政府按照项目实际投资成本并加成 20% 管理费与公司进行结算，公司据此确认基础设施和保障性住房建设收入并结转相应成本。此外，公司部分自建项目完工后，将转为公司自有经营资产，由公司通过销售、出租等方式获取收入。

近年来，公司承建了黄沙坪棚改项目、桂阳县污水处理厂二期管网工程、文化园项目、西河综合治理工程、开行城镇棚户区改造工程、郴资桂大道延伸段（朝阳广场）、养老康复中心工程、桂阳县第一人民医院东院项目和保障性安居工程等。2017 年～2019 年，公司基础设施

² 刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生支出。

³ 2017 年公司其他业务收入和毛利润均为 21.36 万元，2019 年公司其他业务收入和毛利润均为 17.94 万元。

建设业务收入分别为 12.76 亿元、9.99 亿元和 10.08 亿元，受施工和结算进度影响，收入有所波动。同期，基础设施建设业务毛利润分别为 2.13 亿元、1.67 亿元和 1.68 亿元，总体有所下降；毛利率均为 16.67%，保持稳定。

公司在建和拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2019 年末，公司重点在建的基础设施项目主要包括桂阳县工业园创新创业示范基地建设项目、桃源水库建设工程项目、桂阳县养老院建设项目、桂阳县医疗康复中心建设项目、桂阳县城区供水提质改造项目、桂阳县城区停车场建设项目（第一期）、桂阳县东兴新城地下综合管廊干线工程等，计划总投资 39.25 元，累计已投资 26.12 亿元（不含已确认收入结转成本部分），不考虑已结转成本情况下，尚需投资 13.13 亿元，考虑已结转成本情况下，尚需投资将有所下降，但总体投资规模仍相对较大。

图表 7 截至 2019 年末公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资 ⁴	累计已投资 ⁵	尚需投资额
桂阳县工业园创新创业示范基地建设项目*	9.29	5.77	3.52
桃源水库建设工程项目*	5.06	4.22	0.84
桂阳县养老院建设项目*	3.22	2.76	0.46
桂阳县医疗康复中心建设项目*	2.68	2.68	-
桂阳县城区供水提质改造项目*	2.27	1.97	0.30
桂阳县重点镇集中供水建设工程*	3.01	2.81	0.20
桂阳县城区停车场建设项目（第一期）#	6.84	3.17	3.67
桂阳县东兴新城地下综合管廊干线工程#	6.57	2.56	4.01
桂阳县农村综合服务平台项目	0.32	0.18	0.14
合计	39.25	26.12	13.13

注：“*”标记的为“15 桂阳城投债/PR 桂城投”的募投项目，“#”标记的为“17 桂阳城投债/17 桂城投”的募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司拟建项目主要包括县城背街小巷建设工程、明德开元府邸房产开发建设工程、智慧停车场建设工程、县城十字街和七里街保护性修缮建设工程和建筑垃圾资源化利用建设工程等 6 个项目，计划总投资 11.80 亿元。总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力。

图表 8 截至 2019 年末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

拟建项目名称	计划总投资	计划开工时间
县城背街小巷建设工程	3.00	2020-8-10
明德开元府邸房产开发建设工程	2.80	2020-7-10
智慧停车场建设工程	2.40	2020-6-15
县城十字街和七里街保护性修缮建设工程	2.00	2020-6-20
建筑垃圾资源化利用建设工程	1.20	2020-7-15
县修检中心和驾考中心建设工程	0.40	2020-6-15
合计	11.80	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁴ 数据来源于各项目可研报告。

⁵ 数据来源于存货中各项目开发成本，不包括已确认收入结转成本部分。

外部支持

作为桂阳县重要的基础设施建设主体，公司在债务置换、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持

债务置换方面，桂阳县财政局于2017年向公司拨付59624.59万元资金，用于置换利率过高的银行债务，公司同时贷计“长期应付款”科目。截至2019年末，长期应付款中应付桂阳县财政局的政府债券置换资金余额为10.84亿元。

财政补贴方面，2017年~2019年，公司收到各类财政补贴分别为1.06亿元、1.45亿元和0.96亿元。

考虑到公司在桂阳县基础设施建设领域发挥的重要作用，预计未来仍将得到实际控制人及相关各方的有力支持。

企业管理

产权结构

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为人民币3.00亿元，桂阳县国资中心为公司唯一股东，桂阳县人民政府为公司实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由桂阳县人民政府授权桂阳县财政局行使股东职权。公司设立了董事会、监事会，聘任了经理层。形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

董事会由5人组成，其中由桂阳县人民政府委派4人，由公司职工代表大会选举1人。设董事长一名，董事长由桂阳县人民政府从董事会成员中指定。监事会由5人组成，其中由桂阳县人民政府委派3人，由公司职工代表大会选举2人。公司设监事会主席一名，由桂阳县人民政府从监事会成员中指定。公司设总经理1人，由董事会聘任。总经理可由董事会成员兼任，须经桂阳县人民政府同意。公司总经理对董事会负责，根据公司章程的规定和董事会授权，履行相应的职责。

管理水平

公司本部设立了综合管理部、企划经营部、财务规划部、投融资部、工程管理部、人力资源部、风控内审部、党群工作部和纪检监察部等9个职能部门。

公司建立了财务管理制度，对会计核算、费用核报、资金收付、福利开支、固定资产管理、项目竣工决算和经济合同审核等进行详细规定，规范财务管理各项工作。公司制定了工程管理制度，对施工现场管理、工程签证和工程验收等进行详细规定，规范工程管理。公司制定了人力资源管理、风控及内审等其他管理制度。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2017 年~2019 年合并财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年~2019 年合并财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 1 家。

资产构成与资产质量

公司资产规模较稳定，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较差

公司资产规模较稳定，以流动资产为主。2017 年~2019 年末，流动资产占资产总额比重分别为 99.18%、99.07% 和 99.12%，主要由存货、其他应收款、应收账款和预付款项构成，合计占流动资产的 97.41%。

图表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
资产总额	179.65	176.31	183.92
流动资产	178.18	174.67	182.30
存货	124.91	130.72	128.84
其他应收款	18.82	25.94	32.00
应收账款	16.88	10.29	16.75
预付款项	5.32	5.05	4.30
非流动资产	1.47	1.64	1.61
固定资产	0.96	1.13	1.11
可供出售金融资产	0.51	0.51	0.51

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利

资料来源：审计报告，东方金诚整理

近年来，受工程开发成本结转收入影响，公司存货账面价值小幅波动，主要由变现能力较差的土地使用权和工程施工成本构成。2017 年~2019 年末，公司存货中土地使用权均为 102.72 亿元；工程施工成本分别为 22.19 亿元、28.01 亿元和 26.12 亿元，系在建的基础设施项目成本。

公司其他应收款显著增长，主要为与桂阳县其他国有企业的往来款和借款构成。2019 年末，公司其他应收款前五名应收单位分别为桂阳东升新城投资有限公司（11.06 亿元）、桂阳县交通建设投资有限公司（6.07 亿元）、桂阳县市政工程有限公司（3.99 亿元）、桂阳县新农村建设投资发展有限公司（2.95 亿元）和桂阳县桃源水利投资有限责任公司（1.90 亿元），合计占比 77.25%；账龄 1 年以内的占比 36.96%，1 至 2 年的占比 28.34%，2 至 3 年的 23.40%，3 年及以上的占比 11.29%，公司已计提坏账准备 1.58 亿元，具有一定的坏账风险。

公司应收账款全部为应收桂阳县财政局的基础设施项目回购款，近年来波动较大。公司预付款项逐年下降，全部为预付工程款。2019 年末，预付款项包括预付湖南德泰建筑工程有限公司工程款 2.80 亿元，占比 65.12%，预付桂阳县市政工程有限公司工程款 1.50 亿元，占比 34.88%。

公司非流动资产规模较小，主要由固定资产和可供出售金融资产构成。公司固定资产主要为房屋及建筑物，由于购置房屋及建筑物，2018 年末公司固定资产同比有所增加；2019 年末，固定资产由于折旧同比有所减少。近年来，公司可供出售金融资产保持不变，主要为对桂阳县自来水有限公司和国开发展湖南“两型”元鼎基金的投资。

截至 2019 年末，公司受限资产为 53.12 亿元，占资产总额的比重为 28.88%，占净资产的

46.08%，全部为用于抵押的土地资产。

资本结构

受益于经营累积，公司所有者权益有所增长，以资本公积为主

近年来，公司所有者权益有所增长。2017年~2019年末，公司实收资均为3.00亿元；公司资本公积总体略有减少，由于公司将子公司桂阳明德房地产开发有限责任公司无偿划转至桂阳县蓉城控股集团有限公司⁶，减少资本溢价，2019年末公司资本公积同比略有下降。受益于经营积累，公司未分配利润逐年上升，推动所有者权益增长。

图表 10 公司所有者权益情况（单位：亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
所有者权益	112.23	113.76	115.29
实收资本	3.00	3.00	3.00
资本公积	94.72	94.72	94.69
未分配利润	12.30	13.68	15.07

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司债务规模逐年下降，债务率水平较低，总体债务集中度不高

2017年~2019年末，公司负债规模有所波动，非流动负债占负债总额比分别为82.26%、79.01%和63.68%，负债结构以非流动负债为主。

图表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	67.42	62.55	68.63
流动负债	11.96	13.13	24.93
其他应付款	6.78	7.73	16.63
一年内到期的非流动负债	1.95	4.97	7.89
非流动负债	55.46	49.42	43.70
应付债券	29.81	23.46	17.51
长期借款	14.51	15.12	14.35
长期应付款	11.14	10.84	11.84

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利，长期应付款不含专项应付款

资料来源：审计报告，东方金诚整理

近年来，公司流动负债显著增长，以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2019年末，其他应付款和一年内到期的非流动负债合计占流动负债的98.34%；其中，其他应付款主要为往来款和借款，账龄超过1年的重要其他应付款单位包括桂阳县农业发展有限公司（9.60亿元）、桂阳汇通资产经营管理有限公司（0.85亿元）和桂阳县桃源水库建设开发有限责任公司（0.64亿元），合计占其他应付款的66.70%。一年内到期的应付债券大幅增长，推动公司一年内到期的非流动负债显著增长，2019年末，一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券占比分别为33.94%和66.06%。

⁶ 公司于2018年设立子公司桂阳明德房地产开发有限责任公司（以下简称“明德地产”），初始注册资本为人民币0.10亿元，当年未实缴，明德地产亦未开展经营业务，因此2018年未纳入公司合并报表范围；2019年，公司对明德地产实缴部分出资；同年9月，根据桂政函〔2019〕45号批复，明德地产无偿划转至桂阳县蓉城控股集团有限公司。

受应付债券下降影响，公司非流动负债逐年下降，全部由应付债券、长期借款和长期应付款构成。受债券分期偿还本金及转为一年内到期非流动负债影响，公司应付债券显著下降。公司长期借款主要为抵押借款和质押借款，抵押物为公司的土地使用权，质押物为政府补贴收益权和应收账款收益权，近年来，长期借款余额有所波动。同期末，公司长期应付款小幅波动，主要为应付桂阳县财政局的政府债券置换资金，2019年末，长期应付款中应付桂阳县财政局的政府债券置换资金10.84亿元、对桂阳县第一人民医院的长期应付款1.00亿元。

2017年~2019年末，公司全部债务规模逐年下降，短期有息债务有所上升。资产负债率小幅波动，全部债务资本化比率逐年下降，债务率水平总体较低。截至2019年末，公司全部债务期限结构如下图所示，总体债务集中度不高。

图表12 公司主要债务数据及指标情况（单位：亿元、%）



截至2019年末，公司对外担保余额为45.31亿元，担保比率为39.30%，公司对外担保规模仍较大，被担保对象主要为桂阳县内国有企业，存在一定的代偿风险。

图表13 2019年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	企业性质	担保形式	担保余额
桂阳东升新城投资有限公司	国有企业	抵押担保、保证担保	11.70
桂阳县东江引水投资有限公司	国有企业	抵押担保、保证担保	10.25
桂阳县新农村建设投资发展有限公司	国有企业	保证担保	7.70
桂阳县桃源水利投资有限责任公司	国有企业	抵押担保、保证担保	5.52
桂阳自来水有限公司	国有企业	抵押担保、保证担保	4.49
桂阳县市政工程有限公司	国有企业	抵押担保	2.20
桂阳县长源安居工程投资有限公司	国有企业	抵押担保	1.80
湖南省棚户区改造投资有限公司	国有企业	抵押担保	1.64
合计	-	-	45.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

公司营业收入及利润总额有所波动，利润对财政补贴存在较大依赖，盈利能力较弱

近年来，公司营业收入有所波动，主要来自于基础设施建设业务。同期，公司营业利润率较为稳定；期间费用波动较大，全部为管理费用和财务费用，占营业收入的比重相对较高。

2017年～2019年，公司利润总额有所波动，其中财政补贴占利润总额的比重分别为54.50%、92.93%和60.37%，利润总额对财政补贴的依赖程度总体高。

同期，公司总资本收益率和净资产收益率水平较低，且总体下降，盈利能力较弱。

图表 14 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	12.76	10.00	10.08
营业利润率	16.68	16.71	16.68
期间费用	0.98	1.21	0.99
利润总额	1.94	1.56	1.59
其中：财政补贴	1.06	1.45	0.96
总资本收益率	1.65	1.70	1.55
净资产收益率	1.73	1.37	1.38

资料来源：审计报告，东方金诚整理

现金流

公司经营性净现金流和投资性净现金流持续净流出，资金来源对外部融资依赖较大

经营活动现金流方面，近年来，公司经营活动现金流入主要由政府支付的工程款、预付工程款、财政补贴及往来款等构成，受项目结算进度影响，公司经营活动现金流入波动较大。近年来，公司现金收入比率波动很大，主营业务回款能力波动很大。同期，公司经营活动现金流出主要为公司支付的项目工程款和往来款等，亦呈现较大波动。

图表 15 公司主要现金流数据情况（单位：亿元、%）



资料来源：审计报告，东方金诚整理

2017年以来，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出主要为公司购置固定资产的现金支出；投资活动现金流持续呈小幅净流出状态。

筹资活动现金流方面，2017年～2019年，公司筹资活动现金流入主要是发行债券收到的现金、银行借款所收到的现金等；筹资活动现金流出主要为用于偿还债务和相应利息形成的现金流出；同期，公司筹资性净现金流波动较大。

2017年～2019年，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。

偿债能力

作为桂阳县重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，在债务置换、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持，综合偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率和速动比率水平显著下降，流动资产中变现能力较差的存货及其他应收款占比较高，资产流动性较差，对流动负债的保障程度一般。从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率显著下降，全部债务/EBITDA 倍数总体下降，但公司长期偿债能力较弱。

图表 16 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	1489.81	1330.16	731.29
速动比率	445.42	334.67	214.47
现金比率	102.51	20.28	1.67
长期债务资本化比率	33.07	25.32	21.65
全部债务/EBITDA	20.45	16.13	16.59

资料来源：审计报告，东方金诚整理

本期债券拟发行额不超过 7.3 亿元（含），若按 7.3 亿元计算，是公司 2019 年末全部债务和负债总额的 0.18 倍和 0.11 倍。以公司 2019 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 39.71% 和 29.35%，公司债务率水平将进一步提升，对公司现有资本结构有一定影响。但考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债券本金及利息，因此，对公司资本结构的影响程度将显著下降。

总体来看，作为桂阳县重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，在债务置换、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持，东方金诚认为，公司综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级城市基础设施建设主体，对 2019 年地区经济和财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

对比组中，桂阳县 GDP 处于最高水平，GDP 增速处于很高水平，人均 GDP 处于最低水平，一般公共预算收入相对较低。企业财务实力方面，公司资产总额和所有者权益规模处于中游水平；营业收入和利润总额处于较高水平；资产负债率和全部债务资本化比率处于中游水平。

图表 17 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	桂阳县城市建设投资有限公司	桂阳县工业园建设开发有限公司	清镇市城市建设投资有限公司	邛崃市建设投资集团有限公司	资兴市成诚投资有限公司
地区	郴州市桂阳县	郴州市桂阳县	贵阳市清镇市	成都市邛崃市	郴州市资兴市
GDP	365.58	365.58	263.43	330.73	319.41
GDP 增速	8.0	8.0	6.1	9.0	8.0
人均 GDP（元）	50599	50599	52517	53413	90613
一般公共预算收入	16.77	16.77	17.81	25.10	16.71
一般公共预算支出	55.69	55.69	42.20	50.27	42.54
资产总额	183.92	136.57	251.23	219.93	92.56

所有者权益	115.29	102.25	117.29	121.17	69.18
营业收入	10.08	5.98	21.40	7.17	7.03
利润总额	1.59	1.11	1.06	1.42	1.62
资产负债率	37.31	25.13	53.31	44.90	25.26
全部债务资本化比率	26.04	19.45	32.08	23.77	23.49

资料来源：各企业审计报告、统计公报等公开资料，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 5 月 26 日，公司未结清贷款中无关注类和不良类信贷记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具到期本息均已按时支付。

抗风险能力

基于对郴州市及桂阳县地区经济及财政实力、实际控制人及相关各方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

根据湖南省担保集团出具的《担保函》，湖南省担保集团对本期债券本息到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保范围

湖南省担保集团保证担保的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。

担保效力

湖南省担保集团综合财务实力极强，为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用

湖南省担保集团前身为成立于 2010 年 4 月的湖南担保有限责任公司（以下简称“湖南担保公司”），实收资本为 10.62 亿元。2017 年 1 月，湖南省人民政府将湖南担保公司原股东持有的全部股权无偿划转至湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”），并改组为湖南省担保集团。后经多次资产划拨、增资、利润转增资本和股权划转，截至 2019 年末，湖南省担保集团注册资本增至 60.00 亿元，实收资本增至 53.98 亿元，湖南省财政厅为其唯一股东和实际控制人。

截至 2019 年末，湖南担保集团纳入合并报表范围的子公司共 6 家。湖南担保集团于 2019 年 11 月无偿获得湖南省湘诚融资担保有限责任公司（以下简称“湘诚担保”）90% 股权，成为其控股股东。

湖南担保集团作为湖南省融资性担保行业的龙头企业、再担保体系建设的核心企业，主要开展直接担保业务、再担保业务和投资业务，业务具有很强政策性，在支持全省中小微企业发展中具有重要作用。2019 年以来，随着湖南担保集团对于湘诚担保股权变更完成以及债券担保

业务的落地，其担保业务规模明显扩大。叠加担保结构调整影响，湖南担保集团担保费收入显著增长，且随着投资规模扩大，其投资收益亦较快增长。

截至 2019 年末，湖南担保集团合并口径总资产为 68.50 亿元，净资产为 57.33 亿元；融资性担保责任余额为 79.38 亿元，融资性担保放大倍数为 1.44 倍，再担保责任余额为 67.35 亿元；投资业务余额为 29.05 亿元。2019 年湖南担保集团实现营业收入 2.14 亿元，净利润 0.67 亿元。

东方金诚认为，湖南省经济保持较快发展，且产业结构不断优化，整体经济实力很强，为湖南省担保集团经营奠定良好的外部环境；湖南省担保集团与银行合作关系良好，债券担保项目储备丰富，且再担保体系逐步完善，带动其担保业务增长较快；得益于持续增资，湖南省担保集团资本实力显著提升，担保放大倍数处于低位，具备较大的业务发展空间；作为湖南省财政厅全资控股的担保机构，湖南省担保集团业务政策性强，能在业务开展、资本补充方面获得省政府有力支持。

东方金诚也关注到，湖南担保集团直接担保客户主要集中在公用事业类领域，行业和客户集中度较高；湖南省担保集团新增投资资产期限长、变现能力较弱，对流动性造成负面影响；受部分产能过剩行业中小企业经营承压影响，湖南省担保集团代偿规模较大，且代偿项目面临一定处置压力；受累于担保费率下降、投资业务收益率较低，湖南省担保集团净资产收益率处于偏低水平，盈利能力较弱。

综上所述，东方金诚评定湖南省担保集团的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。湖南省担保集团为本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

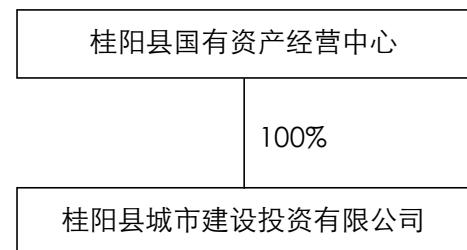
东方金诚认为，郴州市桂阳县主要经济指标均保持增长，第三产业发展较快，经济实力较强；公司主要从事桂阳县的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；公司作为桂阳县重要的基础设施建设主体，在债务置换、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持；湖南省担保集团综合财务实力极强，为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较差；公司利润对财政补贴存在较大依赖，盈利能力较弱；公司经营性净现金流和投资性净现金流持续净流出，资金来源对外部融资依赖较大。

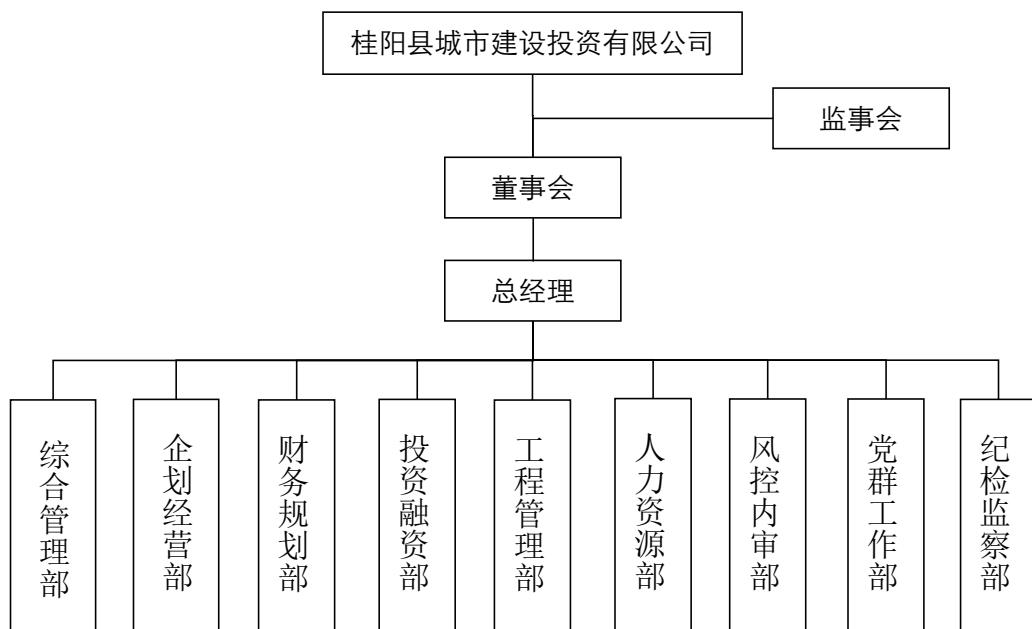
综合分析，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年
主要财务数据 (单位:亿元)			
资产总额	179.65	176.31	183.92
存货	124.91	130.72	128.84
其他应收款	18.82	25.94	32.00
应收账款	16.88	10.29	16.75
预付款项	5.32	5.05	4.30
固定资产	0.96	1.13	1.11
负债总额	67.42	62.55	68.63
应付债券	29.81	23.46	17.51
其他应付款	6.78	7.73	16.63
长期借款	14.51	15.12	14.35
长期应付款	11.14	10.84	11.84
一年内到期的非流动负债	1.95	4.97	7.89
全部债务	57.97	43.66	40.60
其中: 短期有息债务	2.51	5.08	8.74
所有者权益	112.23	113.76	115.29
营业收入	12.76	10.00	10.08
利润总额	1.94	1.56	1.59
经营活动产生的现金流量净额	-9.79	-3.24	-1.40
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.07	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	13.12	-6.29	-0.85
主要财务指标			
营业利润率 (%)	16.68	16.71	16.68
总资本收益率 (%)	1.65	1.70	1.55
净资产收益率 (%)	1.73	1.37	1.38
现金收入比 (%)	79.60	141.28	35.03
资产负债率 (%)	37.53	35.48	37.31
长期债务资本化比率 (%)	33.07	25.32	21.65
全部债务资本化比率 (%)	34.06	27.74	26.04
流动比率 (%)	1489.81	1330.16	731.29
速动比率 (%)	445.42	334.67	214.47
经营现金流动负债比 (%)	-81.85	-24.69	-5.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.20	0.86	0.95
全部债务/EBITDA (倍)	20.45	16.13	16.59

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利，其他应付款不含应付利息及应付股利

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率 (%)	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
总资本收益率 (%)	(净利润+利息费用) / (所有者权益+全部债务) × 100%
净资产收益率 (%)	净利润/所有者权益 × 100%
现金收入比率 (%)	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
资产负债率 (%)	负债总额/资产总额 × 100%
长期债务资本化比率 (%)	长期有息债务/ (长期有息债务+所有者权益) × 100%
全部债务资本化比率 (%)	全部债务/ (全部债务+所有者权益) × 100%
流动比率 (%)	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率 (%)	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
担保比率 (%)	担保余额/所有者权益 × 100%
现金比率 (%)	货币资金/流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比率 (%)	经营活动产生的现金流量净额/流动负债合计 × 100%
EBITDA 利息倍数 (倍)	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA (倍)	全部债务/EBITDA

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2020年桂阳县城市建设投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注桂阳县城市建设投资有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向桂阳县城市建设投资有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，桂阳县城市建设投资有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如桂阳县城市建设投资有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。