

资兴市城市建设投资有限责任公司
2021 年第一期公司债券
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
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【2021】第 Z
【242】号 01

分析师

姓名：
杨慧 桑竹

电话：
0755-82871605

邮箱：
yangh@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 3 月 22 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

资兴市城市建设投资有限责任公司 2021 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：9 亿元（其中基础发行额 4.5 亿元，
弹性配售额 4.5 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：湖南省融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次；分次还本，从第 3 个计息年度末开始，逐年按照发行总
额 20% 的比例偿还债券本金，在债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付；附第 5
年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

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”）对资兴市城市建设投资有
限责任公司（以下简称“资兴城投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 9 亿元 2021 年第
一期公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全
性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供良好基
础；公司未来收入来源有较好保障，并持续得到外部较大力度支持；同时湖南省融资担保
集团有限公司（以下简称“湖南担保”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任
保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较
弱，经营活动现金流表现较差，主要在建建项目和拟建项目尚需投资规模较大，存在较
大的资金压力，有息债务规模继续增长，面临较大债务压力以及存在一定的或有负债等风
险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。资兴市第二产业占比较高，2017-2019
年资兴市分别实现地区生产总值 362.51 亿元、346.74 亿元和 319.41 亿元，按可比

价格计算同比分别增长 8.3%、8.8%和 8.0%，为公司发展提供了良好的基础。

- **公司未来收入来源有较好保障。**公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，截至 2019 年末，公司主要在建代建项目计划总投资共 39.46 亿元，累计已投资 22.69 亿元；旅游、自来水业务收入具有较好可持续性，公司未来收入来源有较好保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**股东在资产注入、政府补助等方面给予了公司较大支持，2017-2019 年通过资产注入等方式增加公司资本公积合计 24.84 亿元，2020 年 1-9 月通过注入资金增加公司实收资本 1.05 亿元；且 2017-2019 年公司分别收到政府补助 1.00 亿元、1.12 亿元和 1.23 亿元。
- **湖南担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖南担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带保证责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为 30.88%，对公司营业资金形成较大占用；固定资产及存货合计占总资产比重为 51.55%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计 30.31 亿元，占总资产比重为 26.80%，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，存在较大的资金压力。**2017 年-2020 年 9 月公司主营业务收现情况不佳，经营活动现金合计净流出 7.58 亿元，投资活动现金流合计净流出 6.37 亿元。截至 2019 年末，公司主要在建代建项目和拟建项目尚需投资 31.18 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续攀升，面临较大的债务压力。**截至 2019 年末，公司有息债务总额为 41.48 亿元，占总负债的比重为 91.33%，较 2017 年增长 41.70%，随着未来有息债务的增加，面临较大的债务压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 93,816.85 万元，与公司 2019 年末净资产之比为 13.87%，被担保方均为省级、当地国企，担保金额较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,127,903.01	1,130,713.31	971,104.00	861,427.55
所有者权益	691,571.22	676,529.23	589,678.10	411,009.24
有息债务	403,151.61	414,798.81	345,980.50	292,732.00
资产负债率	38.69%	40.17%	39.28%	52.29%
现金短期债务比	0.77	1.75	2.78	15.42
营业收入	52,184.10	72,986.51	74,313.88	68,762.71
其他收益	4,500.00	11,873.00	11,000.00	0.00
营业外收入	1,729.66	572.44	251.08	10,040.24
利润总额	4,564.32	10,140.47	10,195.42	10,182.54
综合毛利率	16.13%	17.57%	17.35%	16.67%
EBITDA	-	23,308.51	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	-	1.06	1.29	1.38
经营活动现金流净额	-54,435.21	-38,285.89	-63,719.71	80,646.75
收现比	0.42	0.74	0.75	0.93

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

湖南担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	725,859.94	684,958.16	449,327.53	430,530.18
所有者权益合计	572,168.40	573,285.90	352,267.09	324,118.99
融资担保余额(亿元)	559.31	365.06	47.79	79.18
拨备覆盖率	52.34%	38.83%	32.06%	38.73%
当期担保代偿率	1.03%	2.80%	8.44%	4.75%
累计代偿回收率	45.88%	43.71%	32.31%	31.61%

注：表中 2018 年营业总收入为 2019 年审计报告上期数。

资料来源：湖南担保 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，以及湖南担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司2003年5月由资兴市人民政府《资政发[2003]6号文件》批准设立，由资兴市建设局、资兴市土地收购储备中心、资兴市国有资产经营管理中心、资兴市房地产开发公司、资兴市城市建设综合开发公司共同出资4,000万元，出资比例分别占注册资本的24.25%、62.5%、5%、6.25%、2%。2006年7月，资兴市房地产开发公司和资兴市城市建设综合开发公司分别将所持有的公司股权全部转让给资兴市国有资产经营管理中心，资兴市国有资产经营管理中心持股占注册资本比重达到13.25%。2009年12月，资兴市国有资产经营管理中心向公司增资1.4亿元，其出资额占公司注册资本的80.72%。2018年6月，资兴市建设局、资兴市土地收购储备中心的出资无偿划转到资兴市国有资产经营管理中心，公司股东变更为由资兴市国有资产经营管理中心100%持股。2020年3月，资兴市国有资产经营管理中心行政职能划入公益类事业单位资兴市投融资服务中心，不再保留资兴市国有资产经营管理中心，公司股东由资兴市国有资产经营管理中心变更为资兴市投融资服务中心。截至2020年9月末，公司注册资本为18,000.00万元¹，实收资本为28,500.00万元，控股股东为资兴市投融资服务中心，实际控制人为资兴市人民政府。

公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，主要从事城市基础设施建设、土地开发整理、自来水费及管道安装和旅游门票及周边销售等业务。截至2020年9月末，公司共有6家一级子公司纳入合并报表范围。

表1 截至2020年9月末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
资兴市城市建设市政工程 有限公司	1,000.00	100.00%	市政公用工程施工总承包叁级	政府划转
资兴市农泉投资有限责任 公司	20,000.00	100.00%	农贸市场、专业市场建设投资与 开发	出资设立
开元（资兴）投资有限公 司	8,245.00	100.00%	城市基础设施、配套项目的投资 和建设	出资设立
资兴市精准扶贫开发有限 责任公司	5,000.00	100.00%	易地扶贫搬迁、扶贫开发	出资设立
资兴市自来水有限公司	14,100.00	50.35%	自来水生产；供水管道安装	政府划转
湖南东江湖大数据产业园 管理有限公司	5,000.00	100.00%	大数据工程建设与运营	政府划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资兴市截至2019年末共有公司与资兴市成诚投资有限公司（以下简称“成诚公司”）

¹2020年9月末公司未办理工商变更，截至2021年3月1日国家企业信用信息公示系统显示公司注册资本变更为33,000.00万元。

两家平台公司，均为资兴市重要的基础设施建设主体，但所负责业务范围区域有所不同，公司主要负责资兴市城区的基础设施建设和土地开发整理业务，成诚公司则主要负责资兴市经济开发区内的土地整理、城市基础设施建设及保障性住房建设等业务。

表2 截至2019年末资兴市主要平台概况（单位：亿元）

主要平台名称	总资产	净资产	收入	股东
资兴市城市建设投资有限责任公司	113.07	67.65	7.30	资兴市投融资服务中心
资兴市成诚投资有限公司	92.56	69.18	7.03	资兴市投融资服务中心

资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期资兴市城市建设投资有限责任公司公司债券；

发行总额：本期债券计划发行规模为人民币9亿元，其中基础发行额为人民币4.5亿元，弹性配售额为人民币4.5亿元；

债券期限：7年；

债券利率：本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：本期债券每年付息一次；分次还本，从第3个计息年度末开始，逐年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，本期债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付；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的第5至第7个计息年度分别按照第5个计息年度末未回售部分债券面值总额三分之五倍的20%、20%和20%的比例偿还债券本金；

增信方式：湖南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

本期债券拟募集资金为9亿元，其中：6亿元用于东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）项目，3亿元用于偿还公司2020年内到期的企业债券本金及利息。具体情况如表3所示。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	募集资金占比
东江湖大数据产业园绿色数据中心	140,645.42	60,000.00	42.66%

建设工程（华南数据谷）项目			
偿还“17 资兴城投 01”2020 年度应兑付的本金及利息	-	20,000.00	-
偿还“17 资兴城投 02”2020 年度应兑付的本金及利息	-	10,000.00	-
合计	140,645.42	90,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目建设内容

本期债券募投项目为东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）项目（以下简称“本期债券募投项目”或“项目”），项目位于资兴市东江湖大数据产业园内，毗邻中国电信东江湖大数据中心（湖南省数据灾备中心）、易信科技数据中心。建设内容为绿色数据中心及配套设施，总用地 145.51 亩，拟建设 8 栋数据机房、1 栋业务支撑用房、1 栋动力中心用房和 2#取水泵房，总建筑面积 80,800.00 m²，其中：八栋数据机房 68,000.00 m²（每栋四层共 8,500 m²），业务支撑用房 10,200 m²，动力中心 600 m²，2#取水泵房 2,000.00 m²。容积率 0.83，绿地率 32.54%、建筑密度 21.65%。为给绿色数据中心建设提供达标的场址，项目主体建设前对场地进行污染治理及生态修复；为实现数据中心全方位，智能化无人值守、智能化检测及报警功能，配套建设数据中心智能自动检测系统；为保证东江湖大数据产业园电力供应和湖水直供，配套新建 10kV 电缆 3.5km，新建 10KV 专用变电站 1 座，供水管网 3km。本项目建成后可容纳机架 16,000 个，存储服务器 16 万台。

（二）项目审批情况

截至 2020 年末，本期债券募投项目审批情况如表 4 所示。

表 4 本期债券募投项目审批情况

序号	文件名称	文号	发文机关	发文时间
1	《建设用地规划许可证》	编号：B20031001	资兴市自然资源局	2020 年 3 月 10 日
2	《东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）项目的审查意见》	郴资环审表（2020）10 号	郴州市生态环境局资兴分局	2020 年 5 月 12 日
3	《关于东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）项目可行性研究报告的批复》	资发改批（2020）46 号	资兴市发展和改革局	2020 年 5 月 9 日
4	《关于东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）的节能评审意见》	湘节能评审（2020）35 号	湖南省节能监察中心	2020 年 11 月 20 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目建设进度

本期债券募投项目由公司本部负责建设与运营，本期债券募投项目总建设期两年，截至 2020 年 10 月末，本期债券募投项目已完成可研报告编制及报批，并办理项目合法手续审批，目前项目已启动并完成场地污染治理及修复工程，近期将启动数据机房、业务支撑用房、动力中心建设，项目已投入自有资本金约 3,738.00 万元。鉴于本期债券募投项目暂未筹集到足额的长期融资，为保证项目建设工作的连贯性，避免因资金不到位导致的停工风险，本期债券募投项目尚未正式开工建设。

（四）经济效益分析

根据浙江五洲工程项目管理有限公司于 2020 年 2 月出具的《资兴市城市建设投资有限责任公司东江湖大数据产业园绿色数据中心建设工程（华南数据谷）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为 140,645.42 万元，其中：工程费用 100,330.83 万元，工程建设其他费用 20,448.67 万元（含土地费用 17,461.20 万元），预备费 5,165.92 万元，建设期利息 14,700.00 万元。本项目建设的资金来源包括自有资金和对外融资。其中：自有资金 35,645.42 万元，占总投资比重的 25.34%，对外融资 105,000.00 万元，占项目总投资比重的 74.66%，对外融资中拟使用本期债券募集资金 60,000.00 万元，占项目投资总额的 42.66%；本期债券募投项目计算期设定为八年，其中建设期为两年，运营期为六年（不含建设期）。

本期债券募投项目收入主要来自机架出租收入、代理宽带销售差价收入、业务支撑用房出租收入、停车位停车收入等，计算期内收入（含增值税）合计 370,423.23 万元，具体明细如下表。

表 5 本期债券募投项目收入表（单位：万元）

项目	运营期						合计
	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	
项目收入	61,696.56	61,712.60	61,728.63	61,744.67	61,754.29	61,786.48	370,423.23
机架出租收入	40,960.00	40,960.00	40,960.00	40,960.00	40,960.00	40,960.00	245,760.00
代理宽带销售差价收入	20,480.00	20,480.00	20,480.00	20,480.00	20,480.00	20,480.00	122,880.00
办公用房出租收入	204.00	216.75	229.50	242.25	249.90	249.90	1,392.30
停车位停车收入	52.56	55.85	59.13	62.42	64.39	96.58	390.93

资料来源：可研报告，中证鹏元整理

运营期内扣除运行成本（不含折旧、摊销）、增值税、所得税、税金及附加后，能够有效覆盖总投，项目税后财务内部收益率 21.71%，项目税后投资回收期 5.35 年（含建设

期)。债券存续期(1-7 年)内本项目预计总收入(含增值税)308,636.75 万元,扣除运行成本(不含折旧、摊销)、增值税、所得税、税金及附加后,累计净收益为 208,009.18 万元,能够有效覆盖用于项目部分的债券本息。

但中证鹏元注意到,本期债券募投项目建设进度受资金到位及施工情况影响存在一定的不确定性;进入运营期后,项目运营及收费情况是否达到预期,受机架租用单位需求、宽带售价及当地经济发展情况等影响存在一定不确定性。

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

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,着力深化改革开放,扎实做好“六稳”工作,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。2017-2019 年,我国国内生产总值(GDP)从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元,各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著,新经济持续较快发展。近三年,战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%,高于同期工业增加值增长率;战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、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,经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓,仍处在国际金融危机后的深度调整期,全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情,更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费;传统企业订单减少,制造业投资更加低迷;房企销售回款放缓加剧现金流压力,房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击,海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降,最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中,实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响,近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年,在疫情影响下,财政政策将更加积极有为,财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用,但近年并未明显发力。2018-2019 年,基础设施建设投资(不含电力)增速均为 3.8%,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。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，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、发展改革委等六部委发布《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任何形式的担保，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，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，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，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要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），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。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。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

资兴市经济实力较强，经济增速高于全国平均水平，但总体经济规模较小

资兴市位于湖南省东南部，位于湘、粤、赣三省交汇处，由郴州市代管。资兴市区域面积2,747平方公里，截至2019年底，常住人口35.34万人。资兴市交通便利，是湖南对接粤港澳的“南大门”，处于长株潭、珠三角高铁1小时经济圈，区位优势明显。

资兴市旅游资源丰富，是湖南省文化旅游产业重点县，其中东江湖风景区，是国家首批生态旅游示范区，国家5A级旅游景区。2019年资兴市接待游客1,780.09万人次，同比增长26.2%；实现旅游总收入108.34亿元，同比增长23.9%。

近年来资兴市经济综合实力稳步增强，但经济总量仍较小。2017-2019年资兴市分别

实现GDP362.51亿元、346.74亿元和319.41亿元，按可比价格计算，同比分别增长8.3%、8.8%和8.0%。从三次产业结构来看，第二产业仍是资兴市主要产业，第三产业占比有所提升，2019年资兴市三次产业结构比重由2017年的7.4:61.7:30.9调整为9.0:53.5:37.5。2019年资兴市实现人均GDP90,613元，是全国人均GDP的127.82%，区域经济发展水平较好。

近年来资兴市固定资产投资增速有所放缓，2017-2019年固定资产投资（不含农户）增速分别为13.3%、10.6%和11.6%。房地产投资方面，2017-2019年资兴市房地产开发投资3.74亿元、5.69亿元与7.32亿元，投资增长较快。

表6 资兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	319.41	8.0%	346.74	8.8%	362.51	8.3%
第一产业增加值	28.60	3.7%	24.33	3.6%	26.95	4.2%
第二产业增加值	170.90	7.7%	202.07	7.6%	223.59	6.9%
第三产业增加值	119.91	9.5%	120.34	12.4%	111.97	12.5%
规模以上工业增加值	149.54	8.0%	180.37	7.6%	204.60	7.0%
固定资产投资（不含农户）	-	11.6%	-	10.6%	361.14	13.3%
社会消费品零售总额	91.37	10.7%	82.57	11.0%	89.36	10.9%
存款余额	217.99	7.20%	203.35	-1.08%	205.56	5.25%
贷款余额	116.62	14.49%	101.86	9.94%	92.65	17.58%
人均 GDP（元）	90,613		98,871		103,932	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.82%		152.95%		174.21%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2017-2019 年资兴市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于资兴市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算（草案）的报告》，2019 年资兴市实现公共财政收入 25.78 亿元，同比增长 4.41%；实现政府性基金收入 10.96 亿元；实现转移性收入 13.87 亿元。

根据资兴市人民政府网站数据，2020 年资兴市统一初步核算地区生产总值 326.83 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.7%，其中第一产业增加值 34.96 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 174.28 亿元，增长 4.0%；第三产业增加值 117.58 亿元，增长 3.0%。2020 年资兴市实现公共财政收入 24.39 亿元，同比下降 5.4%。

五、公司治理与管理

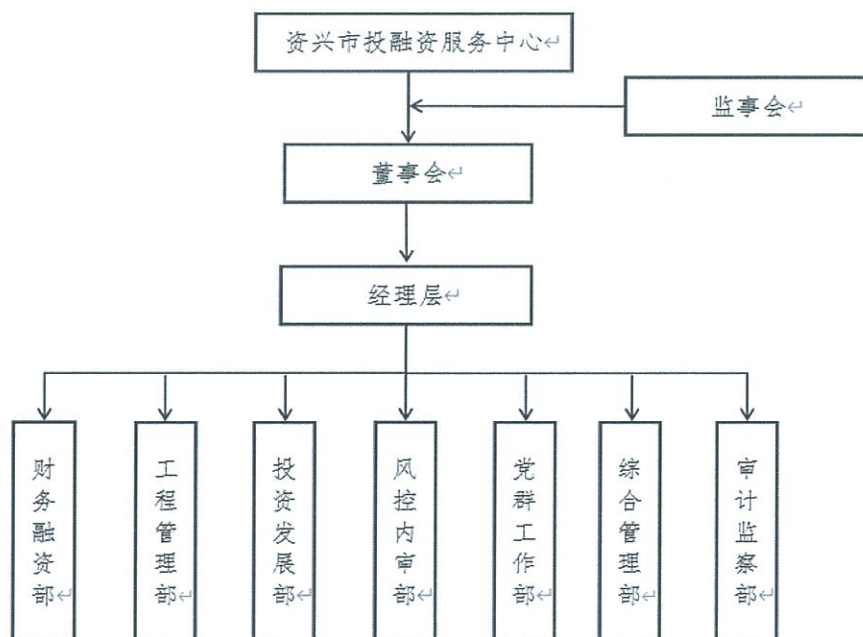
公司是按照《中华人民共和国公司法》组建的国有独资公司，并依据《中华人民共和国公司法》的相关要求，制定了公司章程，建立包括董事会、监事会和经理层在内的现代

法人治理结构。

公司不设股东会，由资兴市投融资服务中心行使出资人职责。公司设有董事会，董事会成员为5人，设董事长一人，副董事长一人，其他董事三人。董事由股东指定产生，董事会成员中应当有公司职工代表，由公司职工代表大会选举产生，董事任期每届三年，董事长任期届满，可连选连任。董事长由股东按程序在董事会成员中指定。董事会对股东负责，决定公司经营计划的投资方案，制定公司年度财务方案、决算方案等。公司设总经理一人，由董事会决定聘任或者解聘，经股东同意，董事会成员可以兼任（总）经理，总经理对董事会负责。公司设有监事会，监事会成员五人，监事会主席由股东从监事会成员中指定，每届任期为三年，任期届满，可连选连任。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的执行公司职务的行为进行监督等职权。公司董事、经理、副经理、财务负责人不得兼任公司监事。

职能部门方面，公司设立审计监察部、财务融资部、工程管理部、投资发展部、风控内审部、党群工作部、综合管理部七个部门。

图1 截至2020年9月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，主要业务包括工程代建、旅游门票及周边销售和自来水费及管道安装等。2017-2019年公司分别实现营业收入6.88亿元、7.43亿元和7.30亿元，呈现波动上升趋势，年复合增长率为3.03%；毛利率方面，近年来公司综合毛利率持续小幅提升，2017-2019年分别为16.67%、17.35%和17.57%。2020年1-9月公司实现营业收入5.22亿元，同期综合毛利率16.13%，主要系受政府当期地方发展规划的影响土地开发整理业务未确认收入，同时受疫情影响旅游门票及周边收入有所下降且毛利率下滑。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施建设工程收入	45,866.66	16.67%	39,987.95	16.87%	67,238.89	16.98%	55,627.59	16.67%
土地开发整理收入	-	-	20,057.82	16.67%	927.47	16.67%	13,135.12	16.67%
旅游门票及周边收入	3,507.55	6.13%	8,185.81	15.81%	4,173.28	25.30%	0.00	-
自来水费及管道安装收入	2,785.35	20.65%	4,487.61	29.38%	1,845.18	12.05%	0.00	-
其他业务	24.53	-81.20%	267.32	45.14%	129.06	34.94%	0.00	-
合计	52,184.10	16.13%	72,986.51	17.57%	74,313.88	17.35%	68,762.71	16.67%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司在建代建项目较多，未来收入来源有较好保障，但在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力；土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，未来收入存在一定波动性

公司承建市政基础设施建设项目为代建模式，同时有少量业务为施工总包。施工总包业务由子公司资兴市城市建设市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）负责运营，市政公司拥有施工总承包和专业承包三级资质，作为承包方主要参与政府工程项目招投标，目前承接业务规模较小。代建业务方面，根据资兴市政府出具的《关于资兴市城市建设投资有限责任公司承接市政工程及土地开发整理项目有关事宜的决定》，根据公司承接的代建市政项目年度实际完成金额，在项目建设期内由政府投资评审中心确认年度投资额，公司按照年度投资额结转相关成本，以成本加成20%（加成部分为管理费和资金占用费）确认当期收入。

近年来公司结算的基础设施建设项目主要为东江湾水利综合治理，东江湾大桥、东环路、资兴市中小学改扩建等。受项目建设及结算进度影响，近年来公司市政基础设施建设工程业务收入有所波动，2017-2019年公司分别确认基础设施建设工程业务收入5.56亿元、

6.72亿元和4.00亿元。毛利率方面，公司2017-2019年市政基础设施建设工程业务毛利率分别为16.67%、16.98%和16.87%，微幅波动系个别零星工程影响所致。

表 8 近年公司市政基础设施建设工程业务收入项目明细（单位：万元）

年度	工程项目名称	当年确认收入	当年确认成本
2019 年	资兴市农村服务平台	6,909.28	5,757.74
	资兴市中小学改扩建	5,090.77	4,242.31
	东环路	4,400.97	3,667.47
	矿工南路凤凰路提质改造	3,360.98	2,800.82
	资兴市管宁路建设项目	3,127.73	2,606.44
	江北路网\莲花路景观照明	2,135.62	1,779.69
	资兴市城市供水设施改扩建项目	1,523.87	1,269.89
	东江湾水利综合治理	1,443.61	1,203.01
	东江湾大桥	1,431.10	1,192.58
	采煤沉陷区综合治理	1,254.76	1,045.64
	青鲁湖公园	1,206.65	1,005.54
	东江文化创意产业园	1,189.50	991.25
	东江湖铅锌矿处置项目	902.97	752.48
	江口至白廊公路\白廊环湖公路	824.62	687.18
	流华湾改造工程	810.24	675.20
	北乡片农村安全引水	708.35	590.29
	资兴大道	459.74	383.12
	政务中心配套基础设施建设	416.17	346.80
	莲花路	312.89	260.74
	环湖公路东江湖江口至白廊段	227.96	189.97
	东江城区道路提质改造工程	153.20	127.66
	零星工程	2,096.99	1,666.36
	合计	39,987.95	33,242.16
2018 年	东环路	26,690.29	22,241.91
	资兴市中小学改扩建	17,086.37	14,238.64
	资兴大道	4,105.62	3,421.35
	流华湾改造工程	3,230.84	2,692.37
	江口至白廊公路/白廊滑坡治理	2,629.22	2,191.01
	园区社会化配套服务中心 10-16 层	2,352.18	1,960.15
	资兴市东江木材厂棚户区改造项目	2,158.25	1,798.54
	青鲁湖公园	1,878.11	1,565.09
	东江湾大桥	1,494.02	1,245.02
	莲花路	1,413.84	1,178.20
	东江湾水利综合治理	1,250.45	1,042.04
	流华湾乡村农业示范园项目	528.90	440.75
	江北路网/沿江北路（中段）	367.90	306.58
	背街小巷改造工程	322.05	268.37
	小东江西岸栈道改扩建工程	307.70	256.42
	东江区域景观美化工程	155.21	129.34
	资兴宾馆改扩建	131.28	109.40

2017 年	东江水街工程	89.26	74.38
	石博园	70.07	58.39
	光伏发电工程	18.94	15.78
	江北路网/东江湾风光带	18.17	15.14
	零星工程	940.24	570.95
	合计	67,238.89	55,819.83
	东江湾水利综合治理	28,482.67	23,735.56
	东江湾大桥	10,019.92	8,349.93
	东江湖湖滨湿地建设示范工程	7,055.60	5,879.67
	东江湾沿江北岸路网工程	3,932.03	3,276.69
	江口至白廊公路工程	2,619.44	2,182.87
	东江水街工程	1,339.08	1,115.90
	零星工程	2,178.84	1,812.95
	合计	55,627.59	46,353.57

注：零星工程包括子公司市政公司项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司承建土地开发整理业务模式与基建业务一致，均为代建模式，收入按照20%的成本加成进行确认。近年来公司结算的土地开发整理项目主要为东江片区城市棚户区（半岛牵福苑安置小区）改造项目、资兴市东江木材厂棚户区改造项目、兴宁新型城镇化项目等。受当地土地一级市场及政府规划安排影响，土地开发整理业务存在一定波动性，2017-2019年公司分别确认1.31亿元、0.09亿元和2.01亿元。毛利率方面，2017-2019年均均为16.67%，毛利率较为稳定。

表 9 近年公司土地开发整理收入项目明细（单位：万元）

年度	工程项目名称	当年确认收入	当年确认成本
2019 年	兴宁新型城镇化项目	13,634.58	11,362.15
	东江库区和上灶坪区（一期）棚户区	2,163.61	1,803.01
	资兴市东江木材厂棚户区改造项目	2,019.99	1,683.32
	东江片区城市棚户区改造（半岛牵福苑安置小区）项目	1,598.88	1,332.40
	州门司镇新型城镇化	640.77	533.97
	合计	20,057.82	16,714.85
2018 年	东江片区城市棚户区改造（半岛牵福苑安置小区）项目	927.47	772.89
	合计	927.47	772.89
2017 年	东江片区城市棚户区改造项目（半岛牵福苑）	1,791.78	1,493.15
	资兴市东江木材厂棚户区改造项目	11,343.33	9,452.78
	合计	13,135.12	10,945.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司主要在建代建项目较多，计划总投资共 39.46 亿元，累计已投资 22.69 亿元，随着项目逐渐完工结算，未来短期内收入来源有较好保障。但主要在建代

建项目尚需投资 17.49 亿元，公司仍存在一定的资金压力。公司拟建设项目主要为本期债券募投项目，预计总投资 14.06 亿元，尚需投资 13.69 亿元；公司主要在建代建项目及拟建项目合计尚需投资 31.18 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 10 截至 2019 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
兴宁新型城镇化项目	25,200.00	11,362.15
东江库区和上灶坪社区（一期）棚户区	19,500.00	1,803.01
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	30,114.00	11,136.10
东江片区城市棚户区改造（半岛幸福苑安置小区）项目	28,000.00	3,598.44
州门司镇新型城镇化	18,000.00	533.97
资兴市农村综合服务平台	9,500.00	9,818.74
资兴市中小学改扩建	20,000.00	18,480.95
东环路	19,000.00	25,909.38
矿工南路凤凰路提质改造	3,000.00	2,800.82
资兴市城市供水设施改扩建项目	134,141.00	86,269.89
东江湾水利综合治理	46,381.00	31,358.65
东江湾大桥	14,849.00	10,621.51
采煤沉陷区综合治理	1,500.00	1,045.64
青鲁湖公园	4,800.00	2,570.63
东江文化创意产业园	1,830.00	991.25
流华湾改造工程	5,100.00	3,367.57
资兴大道	12,000.00	3,804.47
莲花路	1,650.00	1,438.94
合计	394,565.00	226,912.11

注：已投资包含已结转成本金额；部分项目实际施工与规划存在差异，累计已投资超过预计投资规模。

资料来源：公司提供

公司旅游及自来水业务收入具有较好可持续性，对收入形成有益补充

公司旅游业务主要由孙公司资兴市文化旅游投资发展有限公司（以下简称“资兴文旅投”）和湖南东江湖旅游发展有限公司（以下简称“东江湖旅游”）负责。资兴文旅投注册资本 5,000 万元，经营范围包括以自有资产进行旅游项目、城市特许经营权项目、旅游休闲地产的投资与经营管理；酒店管理；旅游景区规划设计、开发、管理等。东江湖旅游注册资本 5,000 万元，经营范围包括水上旅客运输（鲤鱼江大桥—寿佛寺、小东江、东江湖，龙王庙—燕子排），旅游项目开发建设、经营管理、接待服务，旅游商品开发、销售，水资源管理。目前公司主要经营景区为当地东江湖风景旅游区，东江湖风景旅游区系国家级风景名胜、国家 AAAAA 级旅游区、国家湿地公园及国家生态旅游示范区。

旅游门票及周边业务收入主要由景区大门门票、景区观光车车费、漂流、游湖船票等构成。2018-2019 年旅游门票及周边业务收入分别确认收入 0.42 亿元和 0.82 亿元，2019 年增长较多主要系 2019 年确认收入为整年，2018 年东江湖旅游为非同一控制下企业合并增加的子公司，2018 年确认收入月份为 8-12 月；毛利率方面，2019 年旅游业务毛利率为 15.81%，较 2018 年下滑 9.49 个百分点，主要受 2018 年并表后正处于旅游旺季（每年 7-10 月），2019 年整年分摊之后毛利率有所下滑。

公司自来水业务主要由资兴市自来水有限公司（以下简称“资兴自来水公司”）负责。资兴自来水公司注册资本 14,100 万元，经营范围包括自来水生产；供水管道安装；水暖器材销售；地下管线测漏；门面出租，主要负责资兴市唐洞新区、鲤鱼江、东江、工业园区、三都镇及兴宁镇供水任务，目前资兴自来水公司名下有木银桥、东江、兴宁三个水厂。

公司自来水业务主要是由水费收入和设备安装收入构成。2018-2019 年自来水业务分别确认收入 0.18 亿元和 0.45 亿元，主要系 2018 年资兴自来水公司为非同一控制下企业合并增加的子公司，2018 年确认收入月份为 8-12 月；毛利率方面，2019 年自来水业务毛利率为 29.38%，较 2018 年提升 17.33 个百分点，主要系自来水业务中的设备安装收入毛利率较高，其 2019 年占比提升所致。

整体来看，公司旅游及自来水业务收入具有较好持续性，对收入形成了有益补充，但 2020 年突发 COVID-19 疫情，对旅游行业造成较大冲击，公司旅游业务收入面临下滑压力。

公司在资产注入、政府补助等方面获得了当地政府的较大支持，有助于提升公司的资本实力和利润水平

公司作为资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，持续获得资兴市政府较大支持。资兴市人民政府通过资产注入和政府补助的方式提升公司的资本实力，以增强公司的融资能力，并缓解公司的资金压力。

资产注入方面，2018 年根据《关于市文化旅游投资发展有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）10 号）、《关于市自来水有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）13 号）、《关于湖南东江湖旅游发展有限公司出资人变更的通知》（资国资（2018）14 号）的文件，2018 年资兴市国资中心分别将资兴文旅投 100% 股权、资兴自来水公司 50.35% 股权和东江湖旅游 100% 股权无偿划转至公司，合计增加公司资本公积 8.17 亿元。根据资兴市财政局《关于补充资兴市城市建设投资有限责任公司资本金的通知》（资财函[2018]49 号）的文件，2018 年公司增加资本公积 9.00 亿元。2019 年根据资兴市投融资服务中心《关于将我市部分保障性住房资产注入开元（资兴）投资有限公司的批复》（资投融资发[2019]7

号)与资兴市财政局《关于资兴市城市建设投资有限责任公司财政拨款补充资本金的通知》(资财投函[2019]43号)文件,通过注入公司保障性住房资产与拨付资金,公司分别增加资本公积5.67亿元与2.00亿元。2020年1-9月,公司收到资兴市财政局3笔共计1.05亿元资金并计入公司实收资本。

政府补助方面,2017-2019年公司分别收到政府补助1.00亿元、1.12亿元和1.23亿元,有效提高了公司的利润水平。

表 11 近年来公司获得的主要外部支持情况 (单位: 万元)

1、资产注入			
年度	资产性质	资产名称	价值
2018 年	股权	资兴市文化旅游投资发展有限公司 100%股权、资兴市自来水有限公司 50.35%股权、湖南东江湖旅游发展有限公司 100%股权	81,699.52
	资金	关于补充资兴市城市建设投资有限责任公司资本金的通知	90,000.00
2019 年	房产	关于将我市部分保障性住房资产注入开元(资兴)投资有限公司的批复	56,672.71
	资金	关于资兴市城市建设投资有限责任公司财政拨款补充资本金的通知	20,000.00
2020 年	资金	货币资金	10,500.00
2、补贴收入			
年度	政府补助金额	主要依据文件	
2017 年	10,000.00	关于安排资兴市城市建设投资有限责任公司城市基础设施建设财政扶持资金的通知(资财建[2017]90 号)	
2018 年	11,000.00	关于给予资兴市城市建设投资有限责任公司财政补贴的通知(资财函[2018]51 号)	
	211.45	-	
2019 年	11,873.00	关于给予资兴市城市建设投资有限责任公司财政补贴的通知(资财投函[2019]44 号)	
	471.59	-	

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

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中审华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-9月未经审计财务报表,报告采用新会计准则编制。公司2018年因股权转让增加子公司资兴文旅投、东江湖旅游和资兴自来水公司。截至2020年9月末,公司合并报表范围一级子公司共6家,明细如表1所示。

资产结构与质量

公司资产保持增长，但土地资产及预付资产收购款规模较大，抵押资产规模较大，资产流动性较弱

近年来公司资产波动增长，2017年-2020年9月末公司资产总额分别为86.14亿元、97.11亿元、113.07亿元和112.79亿元，其中2017-2019年复合增长率为14.57%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017年-2020年9月末流动资产占总资产比重均在65%以上。

公司货币资金主要为银行存款，2017-2019年公司货币资金呈波动下降趋势，主要系项目建设投入增加和往来款项流出等所致；2019年末公司货币资金账面余额10.37亿元，其中0.45亿元使用权受限，系承兑汇票保证金，2020年9月末货币资金降至3.73亿元，主要系当期工程项目投入与偿还借款所致。公司的应收账款主要为应收工程款，其他应收款主要为应收的往来款，应收对象主要为政府及行政事业单位；随着公司业务规模的扩大，近年来公司应收账款增长较快，2019年末公司应收账款账面价值11.69亿元，其中应收兴宁市财政局余额11.66亿元，占应收账款总额的99.65%，该部分均未计提坏账准备。近年来公司其他应收款规模波动增长，2019年末公司其他应收款账面价值为6.68亿元，前五大其他应收款欠款方余额占比80.87%，欠款方主要有兴宁市财政局、兴宁市城市发展投资有限公司等，均为政府部门和当地国有企事业单位，账龄在0-3年。2019年末公司应收款项合计18.38亿元，占总资产比重为16.25%，主要应收对象为政府及行政事业单位，回收时间存在一定不确定性。

公司存货主要为土地资产和代建项目及土地整理成本，2019年末公司存货账面价值合计47.73亿元，主要系待结算工程增长所致。2019年末，存货中土地资产账面价值37.55亿元，其中出让性质综合用地、商服用地\城镇住宅用地账面价值36.48亿元，划拨性质工业、商服和混合住宅等用地账面价值1.06亿元，期末已抵押土地账面价值24.95亿元，占总资产比重为22.06%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37,325.25	3.31%	103,682.47	9.17%	66,827.20	6.88%	117,180.49	13.60%
应收账款	146,949.40	13.03%	116,938.68	10.34%	97,576.67	10.05%	76,748.05	8.91%
其他应收款	87,319.20	7.74%	66,831.20	5.91%	113,894.03	11.73%	19,420.12	2.25%
存货	486,349.90	43.12%	477,341.17	42.22%	374,215.40	38.54%	389,573.94	45.22%
流动资产合计	767,310.20	68.03%	771,491.28	68.23%	658,359.87	67.79%	605,100.62	70.24%
固定资产	105,728.38	9.37%	105,482.77	9.33%	107,760.43	11.10%	77,108.07	8.95%

其他非流动资产	165,381.98	14.66%	165,381.98	14.63%	165,381.98	17.03%	165,381.98	19.20%
非流动资产合计	360,592.81	31.97%	359,222.03	31.77%	312,744.13	32.21%	256,326.93	29.76%
资产总计	1,127,903.01	100.00%	1,130,713.31	100.00%	971,104.00	100.00%	861,427.55	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要由商业房产组成，2019年末固定资产账面价值10.55亿元，较2017年有所增长，主要系2018年新增子公司使得房屋及建筑物等增加所致，期末抵押受限固定资产账面价值4.91亿元。公司其他非流动资产主要为公司预付的对资兴市国有资产经营管理中心的土地、房产及工程项目等资产收购款，2017-2019年账面价值均为16.54亿元，占期末总资产的14.63%，由于涉及国有企事业单位较多，截至2019年末尚未完成产权过户手续，何时完成转让存在一定的不确定性。

近年公司资产保持增长，并以流动资产为主，但截至2019年末公司应收款项、预付资产收购款合计占总资产比重为30.88%，对公司营业资金形成较大占用；固定资产及存货合计占总资产比重为51.55%，短期集中变现能力较弱。同时受限资产规模合计30.31亿元，占总资产比重为26.80%，整体来看，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司近年收入波动增长，未来收入较有保障，政府补助对利润贡献较大

2017-2019年公司营业收入波动增长，主要系公司2018年新增旅游及自来水业务收入所致，但公司土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，收入波动较大，2020年1-9月未确认土地开发整理收入。公司基础设施业务与土地开发整理业务在建项目较多，旅游、自来水业务收入持续性较好，公司未来收入来源有一定可持续性。

毛利率方面，2017-2019年公司综合毛利率呈持续小幅上升趋势，分别为16.67%、17.35%和17.57%，主要系2018-2019年业务毛利率提升和新增业务毛利率较高综合影响所致，2020年1-9月受未确认土地开发整理收入和旅游门票及周边收入因疫情双重影响，综合毛利率微幅降至16.13%。政府补助方面，2017-2019年公司分别收到政府补贴1.00亿元、1.12亿元和1.23亿元，分别占当期利润总额的98.21%、109.97%和121.74%，政府补助对公司利润贡献较大。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	52,184.10	72,986.51	74,313.88	68,762.71
营业利润	4,181.75	9,733.41	9,997.08	153.07
其他收益	4,500.00	11,873.00	11,000.00	0.00

营业外收入	1,729.66	572.44	251.08	10,040.24
利润总额	4,564.32	10,140.47	10,195.42	10,182.54
综合毛利率	16.13%	17.57%	17.35%	16.67%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资金压力

近年来公司主营业务收现能力较弱，2017年-2020年9月公司收现比分别为0.93、0.75、0.74和0.42。2017年公司收到的往来款项净额较大，导致公司经营活动现金流呈净流入8.06亿元。2018年-2020年9月在主营业务收现不佳的情况下，公司收到往来款逐年减少和在建项目的持续投入，导致公司经营活动现金流呈净流出状态，2018年-2020年9月分别净流出6.37亿元、3.83亿元和5.44亿元，经营活动净现金流表现较差。

投资活动现金流方面，2017年-2020年1-9月公司投资活动净流出5.05亿元、0.77亿元、0.44亿元和0.11亿元，主要系近年来公司投资支付的现金以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致。

筹资活动现金流方面，2017-2019年公司筹资活动净流入3.88亿元、2.11亿元和7.95亿元，2017-2019年公司新增较多长期借款，导致筹资活动产生的现金流量净额呈现大幅流入。2020年1-9月偿还较多借款导致筹资活动净流出1.08亿元。由于公司近年来承担较大规模的基础设施建设和土地开发整理工作，公司对外融资需求较大，截至2019年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金31.18亿元，公司面临较大的资金压力。

表 14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.42	0.74	0.75	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	21,781.74	53,676.54	55,588.07	63,685.84
收到的其他与经营活动有关的现金	6,229.66	20,697.36	23,259.18	95,408.70
经营活动现金流入小计	28,011.40	74,373.89	78,847.25	159,094.55
购买商品、接受劳务支付的现金	48,808.09	64,916.85	37,775.12	50,270.65
支付的其他与经营活动有关的现金	31,791.38	43,672.50	102,397.27	27,477.00
经营活动现金流出小计	82,446.61	112,659.78	142,566.96	78,447.80
经营活动产生的现金流量净额	-54,435.21	-38,285.89	-63,719.71	80,646.75
投资活动产生的现金流量净额	-1,144.97	-4,391.45	-7,694.59	-50,471.85
筹资活动产生的现金流量净额	-10,777.05	79,532.60	21,061.01	38,789.89

现金及现金等价物净增加额	-66,357.22	36,855.26	-50,353.29	68,964.79
--------------	------------	-----------	------------	-----------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续攀升，面临较大的债务压力

近年来公司负债总额有所波动，2020年9月末公司负债总额达到43.63亿元，较2017年小幅下滑3.13%。所有者权益方面，近年来得益于股东大力支持，2020年9月末公司所有者权益提升至69.16亿元。受所有者权益持续增长影响，公司产权比率波动下降，2020年9月末公司产权比率为63.09%，较2017年末下降46.50个百分点，所有者权益对债务的保障能力有所提升。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	436,331.79	454,184.08	381,425.90	450,418.31
所有者权益	691,571.22	676,529.23	589,678.10	411,009.24
产权比率	63.09%	67.13%	64.68%	109.59%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

公司2019年末应付票据为0.45亿元，为银行承兑汇票；期末其他应付款为3.16亿元，期末资金往来款及代收代付款占比分别为71.78%、12.59%，主要系应付资兴市财政局、郴州市慈善总会等单位款项；期末一年内到期的非流动负债为5.46亿元，系一年内到期的长期借款与应付债券。

公司长期借款近年有所增加，2019年末公司长期借款余额为22.61亿元，较2017年增长63.39%，主要为抵质押和保证借款；期末应付债券余额10.08亿元，为PR资城01和PR资城02；期末长期应付款为2.87亿元，系应付湖南省扶贫开发投资有限公司和中国农发重点建设基金有限公司借款以及远东国际租赁有限公司融资租赁款。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2,500.00	0.57%	60.00	0.01%	1,000.00	0.26%	0.00	0.00%
应付票据	6,500.00	1.49%	4,500.00	0.99%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	25,457.73	5.83%	31,636.65	6.97%	28,621.04	7.50%	156,153.30	34.67%
一年内到期的非流动负债	39,369.00	9.02%	54,634.60	12.03%	23,034.60	6.04%	7,600.00	1.69%
流动负债合计	81,549.18	18.69%	98,579.87	21.70%	59,479.99	15.59%	165,286.31	36.70%
长期借款	252,207.00	57.80%	226,128.60	49.79%	153,826.20	40.33%	138,400.00	30.73%

应付债券	74,802.11	17.14%	100,802.11	22.19%	125,567.01	32.92%	124,367.00	27.61%
长期应付款	27,773.50	6.37%	28,673.50	6.31%	42,552.70	11.16%	22,365.00	4.97%
非流动负债合计	354,782.61	81.31%	355,604.21	78.30%	321,945.90	84.41%	285,132.00	63.30%
负债合计	436,331.79	100.00%	454,184.08	100.00%	381,425.90	100.00%	450,418.31	100.0%
有息债务	403,151.61	92.40%	414,798.81	91.33%	345,980.50	90.71%	292,732.00	64.99%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

2017-2019 年有息债务占公司负债总额比重逐年增加，其中 2019 年末公司有息债务占公司负债总额的比例达到 91.33%，余额达到 41.48 亿元，较 2017 年增长 41.70%，债务压力较大。公司整体有息债务规模较大，随着本次债券的发行，未来面临的债务压力进一步加大。根据公司提供的有息债务本金偿还期限分布表，2021 年公司需偿还有息债务本金 6.03 亿元。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	59,194.60	60,290.00	55,690.00	239,624.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司近年来资产负债率波动下降，2019 年末资产负债率为 40.17%，较 2017 年下降 12.12 个百分点，主要得益于股东支持。受偿还债务和代建工程投入影响，2020 年 9 月末公司现金短期债务比降至 0.77，公司面临一定短期偿债压力。近年来公司 EBITDA 变化较小，但 EBITDA 利息保障倍数逐年下滑，2019 年 EBITDA 利息保障倍数降至 1.06，主要支付有息债务产生利息逐年增多所致，EBITDA 对有息债务本息的保障程度较弱，随着未来有息债务的增加，利息规模会进一步增加，预计公司经营收益对利息保障能力将降低。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	38.69%	40.17%	39.28%	52.29%
现金短期债务比	0.77	1.75	2.78	15.42
EBITDA（万元）	-	23,308.51	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	-	1.06	1.29	1.38
有息债务/EBITDA	-	17.80	15.49	14.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，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，在本期债券存续期内，募投项目可实现净收益208,009.18万元，是本期债券本息偿付的资金来源之一。但中证鹏元关注到，本期债券募投项目建设进度受资金到位及施工情况影响存在一定的不确定性；进入运营期后，项目运营及收费情况是否达到预期，受机架租用单位需求、宽带售价及当地经济发展情况等影响存在一定不确定性。

（2）公司自身经营产生的现金流

公司是资兴市重要的基础设施和土地开发整理实施主体建设主体，2017-2019年，公司实现营业收入分别为6.88亿元、7.43亿元和7.30亿元；销售商品、提供劳务收到的现金分别为6.37亿元、5.56亿元和5.37亿元，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处于较低水平，且2019年公司经营活动现金净流出3.83亿元，未来公司业务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一定保障。截至2019年末，公司拥有未受限的土地12.60亿元，主要为证载性质为出让的商住用地，有一定的再融资能力。但部分土地未缴纳土地出让金，且未来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

湖南担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券计划发行总额人民币9亿元，由湖南担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保方对本期债券的担保范围为包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。担保函规定，经国家发展和改革委员会注册，本期债券的利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保方书面同意。未经担保方书面同意而加重担保方担保责任的，担保方就加重部分不再承担担保责任。

湖南担保前身为湖南担保有限责任公司，设立于2010年4月，初始注册资本为15.02亿元。2017年，湖南省人民政府将湖南经济建设融资担保有限公司和湖南省文化旅游融资担

保有限公司划入湖南担保；此外，湖南担保在2018年收到湖南省财政厅注入的3亿元国家资本金，2018年10月30日湖南担保公司名称更改为现名。2019年6月，湖南担保控股股东由“湖南省人民政府国有资产监督管理委员会”变更为“湖南省财政厅”；2019年11月11日，湖南担保获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资20亿元，增资后湖南担保注册资本金达到60亿元，实收资本为53.08亿元，财信金控持股比例为33.33%，湖南省财政厅持股比例为66.67%。2019年12月16日，湖南担保原股东财信金控退出，截至2020年9月末，湖南担保控股股东为湖南省财政厅，直接持股比例为100%，实际控制人为湖南省人民政府，注册资本为60.00亿元，实收资本为53.73亿元。

表 19 截至 2020 年 9 月末湖南担保股权结构

股东名称	注册资本（万元）	实收资本（万元）	持股比例
湖南省财政厅	600,000.00	537,346.05	100.00%

资料来源：湖南担保提供

作为湖南省财政厅全资控股的大型国有企业和重要担保机构，湖南担保得到了湖南省人民政府在资本补充、业务运营和风险补偿等方面的大力支持。湖南担保主要在湖南省内从事融资担保业务和再担保业务。2018-2019年及2020年1-9月湖南担保分别实现营业总收入1.95亿元、2.14亿元及2.03亿元。从收入结构来看，湖南担保营业收入主要来源于担保费收入。

表 20 2018-2020 年 9 月湖南担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-9 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	11,979.03	59.11%	11,819.60	55.12%	8,369.37	42.82%
其中：直保收入	11,581.42	56.31%	10,939.16	51.02%	8,369.37	42.82%
再担保收入	397.61	3.31%	880.43	4.11%	0.00	0.00%
利息收入	4,792.14	23.65%	6,094.54	28.42%	6,819.76	34.89%
减：提取未到期责任准备金	300.60	-	1,888.93	-	-1,585.99	-
投资收益	3,451.57	17.03%	5,063.01	23.61%	2,555.83	13.07%
其他收入	343.87	1.70%	353.88	1.65%	216.51	1.11%
营业总收入	20,266.01	100.00%	21,442.08	100.00%	19,547.46	100.00%

注：其中其他收入主要是租赁收入、咨询服务收入和资产处置收益等其他收益，表中 2018 年数据为 2019 年审计报告上期数。

资料来源：湖南担保 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年9月末，湖南担保资产总额为72.59亿元，所有者权益合计为57.22亿元；2019年度及2020年1-9月，湖南担保分别实现营业总收入2.14亿元及2.03亿元，净利润分别为0.07亿元及-0.20亿元。

表 21 湖南担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	72.59	68.50	44.93	43.05
所有者权益	57.22	57.33	35.23	32.41
营业总收入	2.03	2.14	1.95	1.16
担保费收入	1.20	1.18	0.84	1.11
净利润	-0.20	0.07	0.42	0.29
净资产收益率	-	0.15%	1.25%	1.22%
融资担保余额	559.31	365.06	47.79	79.18
间接融资担保余额	301.01	250.40	33.27	56.34
直接融资担保余额	99.06	47.31	12.00	9.00
再担保余额	159.24	67.35	2.52	13.84
非融资担保余额	1.03	0.89	3.89	16.51
当期担保发生额	287.35	198.01	32.77	81.30
拨备覆盖率	52.34%	38.83%	32.06%	38.73%
当期担保代偿率	1.03%	2.80%	8.44%	4.75%
累计代偿回收率	45.88%	43.71%	32.31%	31.61%

注：表中 2018 年营业总收入为 2019 年审计报告上期数。

资料来源：湖南担保 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，以及湖南担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，湖南担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2021年3月4日）与子公司开元（资兴）投资有限公司（查询日：2021年2月3日）和资兴市农泉投资有限责任公司（查询日：2021年3月4日）均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，公司本部与子公司开元（资兴）投资有限公司和资兴市农泉投资有限责任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。

（二）或有事项分析

截至2019年12月31日，公司对外担保金额合计93,816.85万元，占净资产比重为13.87%，被担保方均为省级、当地国企，担保金额较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负

债风险。

表 22 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	有无反担保
湖南省棚户区改造投资有限公司	20,316.85	2035/11/03	无
资兴市成诚投资有限公司	52,000.00	2034/12/24	无
资兴兴泰建设有限责任公司	21,500.00	2027/01/31	无
合计	93,816.85	-	-

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）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	37,325.25	103,682.47	66,827.20	117,180.49
应收账款	146,949.40	116,938.68	97,576.67	76,748.05
存货	486,349.90	477,341.17	374,215.40	389,573.94
流动资产合计	767,310.20	771,491.28	658,359.87	605,100.62
其他非流动资产	165,381.98	165,381.98	165,381.98	165,381.98
非流动资产合计	360,592.81	359,222.03	312,744.13	256,326.93
资产总计	1,127,903.01	1,130,713.31	971,104.00	861,427.55
短期借款	2,500.00	60.00	1,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	39,369.00	54,634.60	23,034.60	7,600.00
流动负债合计	81,549.18	98,579.87	59,479.99	165,286.31
长期借款	252,207.00	226,128.60	153,826.20	138,400.00
应付债券	74,802.11	100,802.11	125,567.01	124,367.00
长期应付款	27,773.50	28,673.50	42,552.70	22,365.00
非流动负债合计	354,782.61	355,604.21	321,945.90	285,132.00
总负债	436,331.79	454,184.08	381,425.90	450,418.31
有息债务	403,151.61	414,798.81	345,980.50	292,732.00
所有者权益	691,571.22	676,529.23	589,678.10	411,009.24
营业收入	52,184.10	72,986.51	74,313.88	68,762.71
其他收益	4,500.00	11,873.00	11,000.00	0.00
营业利润	4,181.75	9,733.41	9,997.08	153.07
利润总额	4,564.32	10,140.47	10,195.42	10,182.54
经营活动产生的现金流量净额	-54,435.21	-38,285.89	-63,719.71	80,646.75
投资活动产生的现金流量净额	-1,144.97	-4,391.45	-7,694.59	-50,471.85
筹资活动产生的现金流量净额	-10,777.05	79,532.60	21,061.01	38,789.89
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	16.13%	17.57%	17.35%	16.67%
收现比	0.42	0.74	0.75	0.93
产权比率	63.09%	67.13%	64.68%	109.59%
资产负债率	38.69%	40.17%	39.28%	52.29%
现金短期债务比	0.77	1.75	2.78	15.42
EBITDA（万元）	-	23,308.51	22,340.24	20,599.42
EBITDA 利息保障倍数	-	1.06	1.29	1.38
有息债务/EBITDA	-	17.80	15.49	14.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

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本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。