



2019年岳阳惠临投资发展有限公司公司 债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

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：



2019年岳阳惠临投资发展有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-29	2020-6-29

评级观点

- 中证鹏元对岳阳惠临投资发展有限公司（以下简称“惠临投资”或“公司”）及其 2019 年 12 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 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，公司在建项目规模较大，业务可持续性较好，获得的外部支持力度仍较大，且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且面临一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：19 岳阳惠临债/19 惠临债

债券剩余规模：7.00 亿元

债券到期日期：2026-12-23

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 7 年度末，分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	230.20	213.51	161.63
所有者权益	100.89	97.92	77.77
总债务	99.13	97.45	73.93
资产负债率	56.17%	54.14%	51.89%
现金短期债务比	0.81	0.67	1.29
营业收入	10.94	9.35	9.05
其他收益	1.87	1.99	1.22
利润总额	1.39	1.29	1.64
销售毛利率	16.50%	16.88%	16.66%
EBITDA	3.39	3.36	2.76
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.70	0.73
经营活动现金流净额	8.35	-4.40	-15.83
收现比	0.66	0.46	0.79

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：袁媛

yuany@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮

chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**岳阳市工业基础较好，石化产业为当地的主要支柱产业，2020 年岳阳市和临湘市经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。**公司是临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，截至 2020 年末，公司主要在建项目规模较大，未来可通过代建、土地招拍挂返还和自营等多种模式取得收入。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年临湘市政府通过资产注入和财政补贴的方式继续给予公司较大支持，提升了公司的资本实力和盈利水平。
- **兴农担保提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农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责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产由土地、项目开发成本为主的存货和应收款项等组成，存货中已抵押的土地资产占比较大，证载用途为公路用地、公共管理与公共服务用地的土地资产规模较大，应收款项规模较大且回款时间不确定，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**公司业务回款速度较慢，收现情况一般，截至 2020 年末，公司主要在建项目预计后续尚需投资规模较大，带来较大的资金压力。
- **公司总债务规模继续增长，面临较大的偿债压力。**2020 年末公司总债务规模较上年末有所增长，规模较大，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，债务偿还压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，担保对象主要为当地国企、事业单位和 PPP 项目公司，均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年12月发行7年期7.00亿元公司债券，募集资金计划用于临湘市城市停车场建设项目和补充营运资金。截至2021年6月8日，本期债券其中一个募集资金专项账户余额为77.31万元；截至2021年6月22日，本期债券另一个募集资金专项账户余额为41.40万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为6,667.00万元。2020年国开发展基金有限公司减资198.80万元，临湘市国有资产管理局增资198.80万元，注册资本不变。截至2021年5月末，公司控股股东及实际控制人仍为岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会，持有公司54.00%股权。

2021年3月，公司公告经股东会决议通过，免去刘伟旭公司董事长及董事职务，免去廖魏兵公司董事兼总经理职务，任命刘辉为公司董事长并担任公司法定代表人，任命彭小琛为公司董事兼总经理，任命方华云为公司董事。

截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共12家，较2019年末新增2家纳入合并范围的子公司。

表1 2020年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
临湘市恒盛小城镇建设投资有限公司	55.00%	10,000.00	城乡基础设施建设等	无偿划拨
临湘市和诚物业管理有限公司	100.00%	100.00	物业管理等	投资设立

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态

势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方政府财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富

的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

岳阳市区位优势较好，经济稳步增长，进出口贸易与固定资产投资仍保持较快增长

岳阳市地处一湖（洞庭湖）、两原（江汉平原、洞庭湖平原）、三省（湘、鄂、赣）、四线（京广铁路、京港澳高速公路、107国道、长江）的多元交汇点上，是湖南省的北大门，依托于良好的区位优势，岳阳市近年来经济保持增长，2020年岳阳市地区生产总值为4,001.55亿元，同比增长率为4.2%；三次产业结构由上年的10.0:40.4:49.6调整至11.5:40.5:48.0，仍以第二、第三产业为主。分季度看，一季度地区生产总值同比下降3.4%，二季度增长5.1%，三季度增长6.2%，四季度增长7.6%，回升态势较为明显。以2019年岳阳市常住人口计算，2020年岳阳市人均GDP为69,335元，是全国人均GDP的95.70%。

岳阳市已逐步形成了以石化、造纸、食品、纺织、建材、电力等传统优势产业为基础，以机械、医药、有色及循环等新兴产业为主导的九大主要产业，并拥有国家级开发区1个、省级及以上产业园区10个，园区的承载功能和集聚效应不断增强。2020年岳阳市全年全部工业增加值1,369.64亿元，比上年增长4.9%，其中，规模以上工业增加值增长5.1%；九大产业增加值呈现“七涨二降”。其中：机械行业增长15.5%；食品行业增长9.4%；造纸行业增长8.7%；建材行业增长4.8%；有色及循环行业增长4.2%；电力行业增长2.0%；石化行业同比增长1.5%；而医药行业和纺织行业分别下降6.2%和1.6%。此外，岳阳市2020年规模以上服务业企业营业收入297.11亿元，比上年增长8.3%；截至2020年末共有上市公司11家，A股上市公司总市值441亿元，增长39.1%。

从拉动经济的增长因素来看，固定资产投资方面，2020年岳阳市固定资产投资比上年增长8.8%，增速仍较快，第一、二、三产业投资分别增长30.6%、10.4%和6.6%。其中，工业投资增长9.2%，民生投资下降22.7%，生态投资下降5.8%，基础设施投资增长6.9%，高新技术产业投资增长11.3%。2020年岳阳市房地产开发投资228.42亿元，比上年增长11.2%，商品房销售面积631.35万平方米，增长1.5%，商品房销售额368.33亿元，增长0.6%，待售面积90.73万平方米，下降10.8%；消费方面，2020年岳阳市全

年实现社会消费品零售总额1,574.01亿元，比上年下降2.3%，增速有所下降；进出口方面，岳阳市进出口贸易持续保持高速增长，2020年进出口总额为419.84亿元，同比大幅增长27.2%，其中：出口185.08亿元，下降3.4%；进口234.77亿元，增长69.7%。

表2 岳阳市主要经济发展指标（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	4,001.55	4.2%	3,780.41	8.0%
第一产业增加值	459.91	3.8%	380.62	3.1%
第二产业增加值	1,622.25	5.0%	1,525.83	7.9%
第三产业增加值	1,919.39	3.7%	1,873.96	8.9%
全部工业增加值	1,369.64	4.9%	1,286.88	8.1%
固定资产投资	-	8.8%	-	11.3%
社会消费品零售总额	1,574.01	-2.3%	1,456.77	10.4%
进出口总额	419.84	27.2%	330.05	60.9%
存款余额	3,067.12	11.2%	2,759.00	1.3%
贷款余额	2,465.13	23.6%	1,993.80	20.7%
人均GDP(元)	69,335		65,357	
人均GDP/全国人均GDP	95.70%		92.19%	

注1：地区生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算；

注2：2020年岳阳市人均GDP为按照2019年末常住人口计算。

注3：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年岳阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年岳阳市实现一般公共预算地方收入152.7亿元，同比增长1.7%；实现政府性基金收入256.7亿元；实现上级补助收入309.5亿元，同比增长10.6%。

临湘市经济保持增长，经济实力有所增强，但经济规模依然偏小

临湘市经济保增长，但经济规模偏小。2020年临湘市实现地区生产总值305.06亿元，按可比价格计算增长率为3.6%。三次产业比重从2019年的11.12：44.82：44.06调整为2020年的13.65：42.60：43.75。按2019年末常住人口计算，2020年临湘市人均GDP为59,109元，为全国人均GDP的81.59%。

临湘市经济结构以工业为主，形成了建材、医药、机械制造等主导产业，吸引海螺水泥等大型企业落户当地。2020年临湘市拥有规模以上工业企业173家，完成规模以上工业总产值563.94亿元，同比增长6.8%，完成规模工业增加值129.27亿元，同比增长4.1%。其中，园区规模工业增加值完成100.31亿元，占规模工业增加值的比重77.6%。

近年临湘市第三产业持续发展，其中旅游业表现较为突出。临湘市拥有五尖山森林公园、大云山国家森林公园、龙窖山遗址、临湘银沙滩等知名景区，并被评为湖南省旅游产业发展“十佳”县市。2020年临湘市共接待游客803.81万人次，同比增长4.23%；实现旅游收入63.05亿元，同比下降11.55%。

临湘市固定资产投资保持增长态势，但增速有所下降。2020年临湘市固定资产投资增长率为8.8%，其中，第一、二、三产业分别增长63.2%、-21.6%、70.4%。2020年临湘市共有5千万元以上项目120个，完成投资额137.21亿元，同比增长78.9%，占投资总额的69%。房地产方面，2020年临湘市房地产投资总额6.78亿元，同比增长13.9%；商品房销售面积58.21万平方米，同比增长4.4%。

表3 临湘市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	305.06	3.6%	299.30	8.0%
第一产业增加值	41.65	4.2%	33.28	2.7%
第二产业增加值	129.96	3.7%	134.14	9.0%
第三产业增加值	133.46	3.9%	131.89	8.1%
规模工业增加值	129.27	4.1%	120.39	8.8%
固定资产投资	198.99	8.8%	172.94	11.4%
社会消费品零售总额	92.68	-2.2%	87.12	10.4%
存款余额	192.36	8.03%	177.96	0.7%
贷款余额	140.48	17.13%	128.75	22.0%
人均GDP(元)	59,109		57,993	
人均GDP/全国人均GDP	81.59%		81.80%	

注1：地区生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算；

注2：2020年临湘市人均GDP为按照2019年末常住人口计算。

资料来源：2019-2020年临湘市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年临湘市实现一般公共预算地方收入7.55亿元，同比增长18.2%。

五、经营与竞争

公司是临湘市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，主要从事临湘市的城市开发项目投资，业务包括基础设施项目代建、征拆迁服务、土地开发等。2020年公司实现营业收入10.94亿元，同比增长17.06%。从收入结构来看，代建项目收入和征拆迁服务收入仍是公司收入的主要来源，广告收入和试钓收入为营业收入提供了一定补充。由于受土地出让市场需求变化的影响，2020年公司仍未确认土地收入。毛利率方面，由于毛利率相对较高的征拆迁服务收入占比下降，2020年公司销售毛利率较上年下降0.38个百分点，为16.50%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	89,222.08	16.00%	67,743.06	16.00%
征拆迁服务收入	20,134.34	19.23%	25,627.39	19.23%
广告收入	43.44	-198.38%	82.74	14.45%

试销收入	0.49	-1996.20%	1.76	-462.07%
合计	109,400.35	16.50%	93,454.95	16.88%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好，但收入回款时间具有一定不确定性且项目建设资金需求大，公司面临较大的资金压力

根据“临政发[2010]2号”文件，为推进临湘市城市基础设施建设，临湘市人民政府每年根据城市规划，授予公司以代建投资建设的模式承担一定的基础设施建设任务，并对代建项目进行回购。在代建投资建设模式下，项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用和工程投资等全部支出由公司先行垫付，项目完工后由临湘市财政投资评审中心评审并出具评审确认表，由临湘市财政局根据审价报告进行回购，并给予一定的利润，利润率因具体项目不同而有所差异。值得注意的是，上述文件并未对临湘市财政局的回款时间进行约定，临湘市财政局付款安排受其资金安排影响，回款时间存在一定不确定性。

2020年，临湘市财政局对农产品批发大市场、桃林重金属污染及底泥治理项目一期、羊楼司农民集中住房项目等进行结算，审定项目成本7.49亿元，确认收入金额为8.92亿元，毛利率仍为16.00%。

表5 2019-2020 年公司代建项目回购情况（单位：万元）

年度	项目	收入
2020 年	农产品批发大市场	20,474.92
	桃林重金属污染及底泥治理项目一期	35,077.16
	羊楼司农民集中住房项目	18,026.53
	儒溪农民集中住房项目	11,562.02
	羊楼司镇安置点	4,081.44
合计		89,222.08
2019 年	临湘市云湖大道路网工程	20,742.16
	临湘市政务中心建设项目	21,125.83
	中心城区提质改造工程	18,746.98
	湖南桃林铅锌矿重金属污染地区安全饮水工程	7,128.09
合计		67,743.06

资料来源：公司提供

截至2020年末，14岳阳惠临债募投项目中临湘市铅锌采选区域重金属污染土壤治理工程、桃林铅锌矿重金属废渣治理工程、原桃林铅锌矿含重金属尾砂库综合治理工程和湖南桃林铅锌矿重金属污染地区安全饮水工程已完工并确认代建项目收入，临湘市桃林河重金属底泥污染治理工程、源潭河环境综合治理工程尚未完工。根据《临湘市人民政府办公室关于城市重点工程建设项目建设提供平衡收益的通知》和《临湘市人民政府办公室关于原桃林铅锌矿区重金属污染治理项目提供平衡收益的说明》，14岳阳惠临债募投项目顺利实施后，将整理出可供出让商服用地4,850亩，可供出让工业用地748.83亩，上述土地扣除税费及成本后预计土地出让净收益为39.02亿元。临湘市人民政府将按照扣除规费和相关平整成本后

的土地出让净收益逐年返还至公司，截至目前，政府尚在进行招拍挂程序。中证鹏元也注意到，临湘市近年来土地市场体量较小，土地价格存在一定波动，14岳阳惠临债募投项目中整理的土地后续能否顺利出让存在一定不确定性。

截至2020年末，公司主要在建自营项目包括临湘市城市停车场建设项目、湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目和电商物流园项目。其中临湘市城市停车场建设项目为19岳阳惠临债的募投项目，该项目计划总投资为9.55亿元，使用募集资金5.40亿元，建成后通过出租停车场、商业配套设施服务获得收益，项目于2015年12月开工，计划建设周期61个月，2020年末已投资6.64亿元，建设进度慢于预期。湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目为20惠临01、21惠临01的募投项目，该项目计划总投资为14.36亿元，收入主要包括门票收入、3D及5D电影院体验收入、真人CS体验收入等，项目于2018年底开始实施，计划工期2年，2020年末已投资2.00亿元，建设进度慢于预期。临湘市湘北物流体系建设项目为20惠临03和21惠临02的募投项目，该项目计划总投资为9.19亿元，收入主要来自仓库、服务大楼出租或出售、停车位出租等收入，项目于2020年6月开工，计划工期2年，2020年已投资1.16亿元。考虑到受宏观经济、项目建设进度、市场需求波动等因素影响，公司在建自营项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资规模为74.59亿元，已投资35.99亿元，尚需投资38.60亿元。其中，公司主要代建项目计划总投资21.86亿元，尚需投资9.92亿元，后续随着该部分项目的完工验收，可为公司带来相应的代建项目收入，但未来工程结算受项目进度等因素影响，或存在一定波动。总体而言，公司当前主要的在建项目规模较大，业务持续性较好，但中证鹏元也注意到截至2020年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表6 截至2020年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	收益方式
钓具（浮标）产业创新创业园项目	126,387.00	50,575.02	委托代建
临湘市桃林河重金属底泥污染治理工程	121,272.74	93,050.95	招拍挂返还收入
源潭河环境综合治理工程	74,945.00	47,012.58	招拍挂返还收入
长安文化创意园建设项目	56,856.16	35,082.90	委托代建
城乡供水一体化明改暗工程	35,400.00	33,742.46	委托代建
湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目	143,579.78	19,968.56	自营
临湘市城市停车场建设项目	95,528.00	68,852.12	自营
临湘市湘北物流体系建设项目	91,938.18	11,594.13	自营
合计	745,906.86	359,878.72	-

资料来源：公司提供

受房地产市场和土地一级市场影响，征拆迁服务收入存在一定波动性

根据公司与临湘市政府签订的《征地拆迁服务协议书》及公司与岳阳市人民政府签订的《岳阳市城

市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，为加快临湘市城区内征地拆迁安置工作，临湘市政府采取委托大包干的方式，将土地征拆涉及的土地征收、房屋拆迁、杆线迁移、构造物补偿、工作经费、奖励经费等一切与征地拆迁安置相关的工作委托公司进行。征地拆迁安置过程中支付的所有费用由公司先行垫付，临湘市政府于每年年底前，根据公司当年度征地拆迁垫付投入按照成本加成30.00%比例支付给公司作为征地拆迁收益，年度垫付资金由临湘市政府指定临湘市财政投资评审中心核定。

2020年公司确认征拆迁服务收入2.01亿元，毛利率仍为19.23%。但值得注意的是，房地产市场和土地一级市场的波动将会影响政府的国有土地出让收入，进而影响到政府的征地拆迁规划，对公司的征地拆迁服务业务造成不利影响。

2020年，公司继续得到当地政府在资产注入和财政补贴方面的较大力度支持

公司作为临湘市重要的基础设施建设实施主体之一，承担了较重的基础设施建设任务和公共服务职能。为增强公司的持续经营能力以及缓解公司资金压力，当地政府在资产注入和财政补贴等方面继续给予公司较大力度的支持。

资产注入方面，2020年，根据《关于将市场建设服务中心所属大市场资产移交至岳阳惠临投资发展有限公司的报告》，临湘市政府将大市场土地房产无偿划拨给公司，增加资本公积2.01亿元；根据股权转让协议，临湘市国有资产管理局将临湘市恒盛小城镇建设投资有限公司30.00%股权无偿划转给公司，减少资本公积0.27亿元；因退回国开发展基金有限公司投资款，减少资本公积0.19亿元。整体来看，2020年公司资本公积净增加1.55亿元。

财政补贴方面，根据《临湘市财政局关于对岳阳惠临投资发展有限公司给予财政补贴的决定》，2020年公司收到政府补助1.87亿元，占同期利润总额的比重为134.95%。

六、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众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增2家纳入合并范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要由土地、项目开发成本和应收款项组成，应收款项占用公司资金，且回款时间不确定，部分资产使用受限，资产流动性较弱

受资产注入和融资增加的影响，公司资产规模保持增长，2020年末同比增长7.82%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

截至2020年末，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中7.56亿元因属定期存单质押而受限。2020年末公司应收账款同比显著增长，主要系业务结算规模增加但尚未回款所致，应收对象99.99%为临湘市财政局，应收账款规模较大，对公司资金存在一定占用。公司其他应收款主要系应收临湘市财政局、临湘市兴临建设投资有限公司和临湘市永安教育建设投资有限公司等单位的款项，2020年末前五大应收对象的应收款项占其他应收款期末余额的比例为71.76%。公司应收款项规模较大，回款时间不确定，占用了公司资金，降低了资金使用效率。

公司存货包括项目开发成本和存量土地，项目开发成本主要是公司代建项目工程成本，2020年末公司存货中存量土地合计账面价值63.37亿元，占总资产的比重为27.53%。其中，23宗账面价值22.83亿元，面积为286.65万平方米的土地使用权已经抵押，存货科目下土地总账面价值的比重为36.02%；用途为公路用地、公共管理与公共服务用地和公共设施用地的土地使用权账面价值合计15.51亿元，面积为354.01万平方米，存货科目的土地总账面价值的比重为24.47%。

2020年末公司在建工程同比显著增长，主要系临湘市城市停车场建设项目、湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目和电商物流园项目新增投入所致。截至2020年末，公司无形资产为20.07亿元，主要为湖南省临湘市全域旅游重点景区开发建设项目3宗评估入账的土地，土地用途为商服、旅游用地，面积合计156.26万平方米。截至2020年末，公司受限资产包括存货和货币资金，合计32.44亿元，占同期末总资产的14.09%。

总体来说，公司资产规模保持增长，主要由在建的代建项目、土地资产及应收款项构成，其中应收款项回收时间不确定，对公司资金形成占用，部分资产使用受限，公司资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.61	4.61%	10.16	4.76%
应收账款	19.51	8.48%	15.44	7.23%
其他应收款	29.03	12.61%	30.30	14.19%
存货	135.15	58.71%	125.84	58.94%
流动资产合计	194.31	84.41%	181.74	85.12%
在建工程	8.85	3.84%	6.46	3.03%
无形资产	20.07	8.72%	19.62	9.19%
非流动资产合计	35.89	15.59%	31.78	14.88%
资产总计	230.20	100.00%	213.51	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入上升，政府补助对公司利润贡献较大

公司营业收入主要来源于代建项目收入、征拆迁服务收入等。2020年公司实现营业收入10.94亿元，同比增长17.06%。公司收入回款速度较慢，2020年收现比为0.66。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为16.50%，较上年下降0.38个百分点，主要系当年毛利率相对较高的征拆迁服务收入占比下降所致。

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资规模较大，公司土地资产较为丰富，未来业务持续性较好。但当前房地产市场政策存在一定不确定性，可能对公司的征地拆迁服务业务和土地业务造成不利影响，预计公司未来收入规模存在一定的波动性。

因代建项目建设和土地征拆项目，2020年公司获得政府补助1.87亿元，占同期利润总额的比重为134.95%，政府补助对公司利润贡献较大。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	10.94	9.35
收现比	0.66	0.46
营业利润	1.39	1.30
其他收益	1.87	1.99
利润总额	1.39	1.29
销售毛利率	16.50%	16.88%

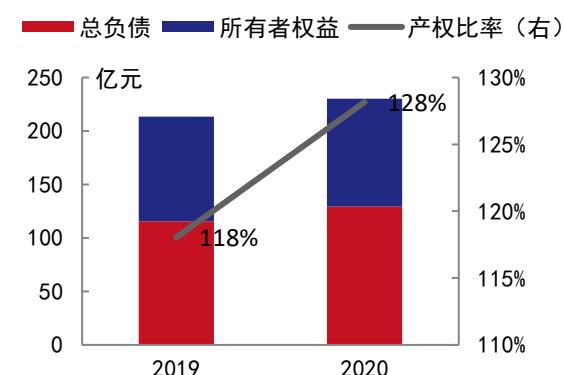
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020年公司总债务规模继续增长，面临较大的偿债压力

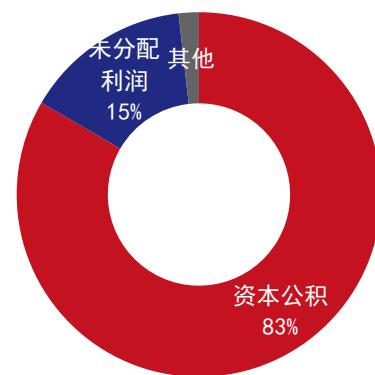
受融资规模增加影响，2020年末公司总负债有所增长。公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，受益于股东资产注入和利润留存，2020年末公司所有者权益小幅增长。综合影响下，2020年末公司产权比率较上年末上升10.12个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司短期借款系北京银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司岳阳分行等的借款。公司其他应付款主要为应付往来款等，2020年末同比大幅增长，应付对象主要包括临湘市振宇建筑工程有限责任公司、临湘市人民医院等单位。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债为9.84亿元，包括一年内到期的长期借款5.98亿元、一年内到期的应付债券2.60亿元和一年内到期的长期应付款1.26亿元。

2020年末公司长期借款同比小幅增长，包括抵押借款、质押借款、信用借款等。截至2020年末，公司应付债券增加至32.55亿元，另有2.60亿元应付债券列报于一年内到期的非流动负债，存续债券具体情况如下表所示。

表9 截至2020年末公司存续债券明细（单位：亿元）

债券简称	债券余额	利率	起息日	债券期限
14 岳阳惠临债	2.60	5.50%	2014-11-03	7年
17 惠临投资 PPN001	1.00	7.20%	2017-09-25	3+2年
17 惠临投资 PPN002	4.50	7.20%	2017-12-14	3+2年
18 惠临 01	1.00	7.20%	2018-12-27	3+2年
19 惠临 01	3.00	7.50%	2019-03-26	3+2年
19 惠临 02	4.50	7.50%	2019-06-05	3+2年
19 惠临投资 PPN001	5.00	7.20%	2019-10-28	2+1年
19 岳阳惠临债	7.00	7.50%	2019-12-23	7年
20 惠临投资 PPN001	1.50	7.20%	2020-01-21	2+1年
20 惠临 01	2.00	7.50%	2020-09-11	3+2+2年
20 惠临 03	4.00	6.50%	2020-12-24	3+2+2年
合计	36.10	-	-	-

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司长期应付款主要系应付中航国际租赁有限公司、湖南省扶贫开发投资有限公司等机构的借款，随着公司当年偿还部分借款，长期应付款同比下降70.38%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

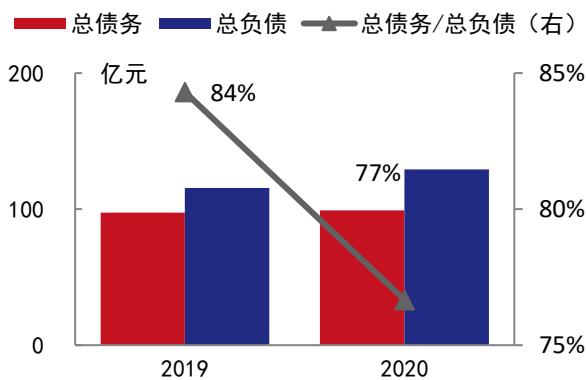
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.28	2.54%	4.93	4.27%
其他应付款（不含应付利息）	24.86	19.22%	15.86	13.72%
一年内到期的非流动负债	9.84	7.61%	10.31	8.92%
流动负债合计	43.29	33.48%	33.39	28.88%
长期借款	51.25	39.63%	44.16	38.21%
应付债券	32.55	25.18%	30.57	26.45%
长期应付款	2.21	1.71%	7.47	6.46%
非流动负债合计	86.01	66.52%	82.21	71.12%

负债合计	129.30	100.00%	115.59	100.00%
-------------	---------------	----------------	---------------	----------------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

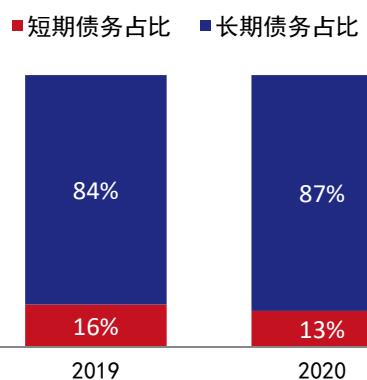
截至2020年末，公司总债务规模较上年有所增长，占总负债的比重为76.66%。2021年2月8日公司发行21惠临01（规模3.10亿元）、2021年2月9日公司发行21惠临02（规模4.00亿元）、2021年4月29日发行21惠临03（规模2.90亿元），总债务规模进一步增加。从债务期限结构来看，2020年末公司短期债务占比为13.23%，但考虑到公司存续债券中，18惠临01（规模1.00亿元）、19惠临投资PPN001（规模5.00亿元）的回售行权时间在2021年，若投资者行使回售选择权，再加上偿还当年到期的债务，公司将面临较大的流动性压力和债务偿还压力。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司资产负债率小幅上升，现金短期债务比较上年有所上升，但现金类资产对短期债务的覆盖水平仍较弱。截至2020年末，公司EBITDA利息保障倍数为0.50，息税折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度仍较低。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	56.17%	54.14%
现金短期债务比	0.81	0.67
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.70

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24日），公司本部、子公司临湘市保障性安居工程建设投资有限公司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；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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计15.70亿元，占2020年末净资产的15.56%，担保对象主要为当地国企、事业单位和PPP项目公司，均无反担保措施，其中临湘市汉湘文化有限公司为PPP项目公司，上市公司中节能铁汉生态环境股份有限公司（股票代码：300197.SZ）直接持股78.95%，公司对其担保金额为40,000.00万元，占对外担保余额的25.49%。整体来看，公司面临一定或有负债风险。

表12 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
临湘市汉湘文化有限公司	40,000.00	否
岳阳惠源矿业有限公司	38,500.00	否
临湘市永安教育建设投资有限公司	20,751.81	否
临湘市兴路交通建设投资有限公司	20,000.00	否
岳阳惠华城市投资发展集团有限公司	19,300.00	否
临湘市妇幼保健院	6,200.00	否
临湘市兴融交通建材有限公司	4,000.00	否
临湘市职业高中	3,000.00	否
临湘市人民医院	3,000.00	否
临湘市鸭栏港区发展有限责任公司	2,200.00	否
合计	156,951.81	-

资料来源：公司提供

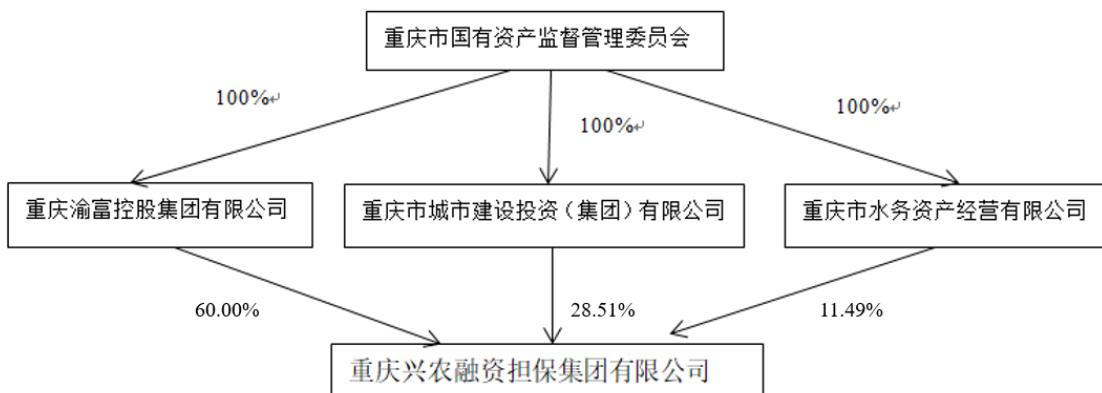
八、本期债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图 5 截至 2020 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2020 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表13 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
合计	116,759.94	100.00%	104,574.85	100.00%	74,286.43	100.00%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表14 近年兴农担保主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85
营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89

当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%
---------	---	-------	-------

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农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信用水平。

九、结论

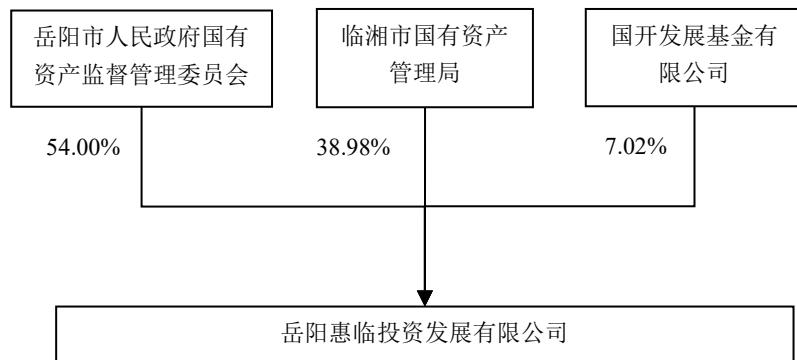
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	10.61	10.16	12.02
其他应收款	29.03	30.30	22.48
存货	135.15	125.84	111.99
流动资产合计	194.31	181.74	156.71
非流动资产合计	35.89	31.78	4.92
资产总计	230.20	213.51	161.63
短期借款	3.28	4.93	2.00
其他应付款（不含应付利息）	24.86	15.86	9.15
一年内到期的非流动负债	9.84	10.31	7.34
流动负债合计	43.29	33.39	19.28
长期借款	51.25	44.16	41.73
应付债券	32.55	30.57	15.49
长期应付款	2.21	7.47	7.37
非流动负债合计	86.01	82.21	64.59
负债合计	129.30	115.59	83.87
总债务	99.13	97.45	73.93
所有者权益	100.89	97.92	77.77
营业收入	10.94	9.35	9.05
营业利润	1.39	1.30	1.64
其他收益	1.87	1.99	1.22
利润总额	1.39	1.29	1.64
经营活动产生的现金流量净额	8.35	-4.40	-15.83
投资活动产生的现金流量净额	-2.78	-5.83	0.51
筹资活动产生的现金流量净额	-10.33	10.05	5.74
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.50%	16.88%	16.66%
收现比	0.66	0.46	0.79
资产负债率	56.17%	54.14%	51.89%
现金短期债务比	0.81	0.67	1.29
EBITDA（亿元）	3.39	3.36	2.76
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.70	0.73

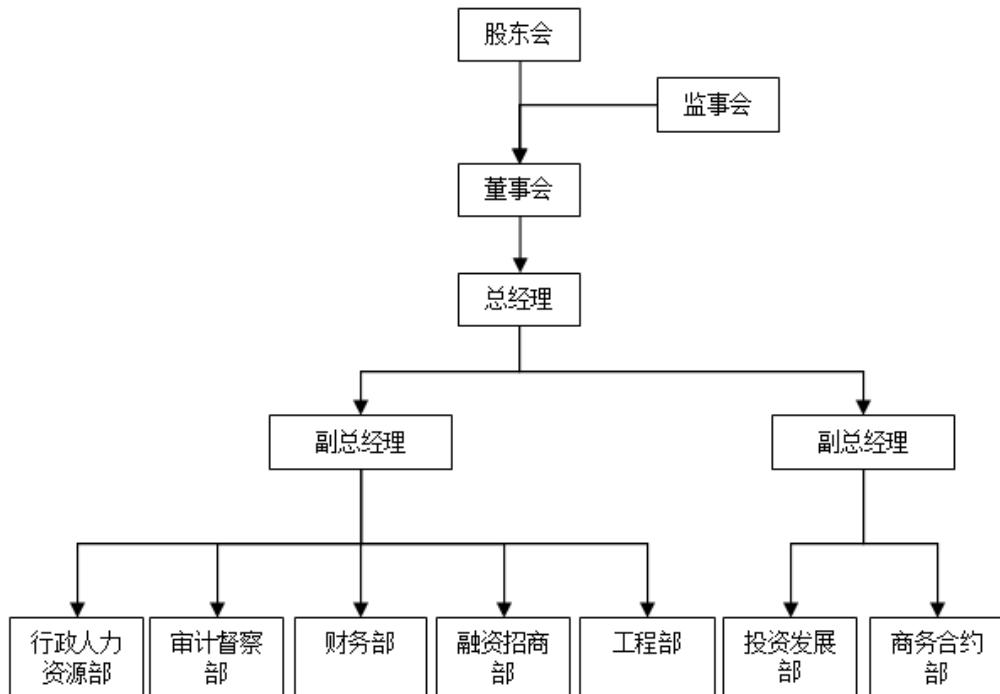
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

企业名称	持股比例	注册资本	业务性质	子公司级次
临湘市保障性安居工程建设投资有限公司	100.00%	7,000.00	项目投资	一级
临湘长盛建设投资有限公司	66.67%	3,000.00	项目投资	一级
临湘市兴城置业有限公司	100.00%	1,000.00	棚户区及旧城改造	二级
临湘市惠临置业有限公司	100.00%	3,000.00	房地产	一级
临湘市扶贫开发投资有限公司	100.00%	800.00	项目投资	二级
湖南惠临渔乐文化传媒有限公司	65.00%	3,000.00	商务服务	一级
岳阳临江工业科技有限公司	83.33%	12,000.00	项目投资	一级
临湘市美临文化旅游发展投资有限公司	100.00%	20,000.00	项目投资	二级
湖南中睿资产管理有限公司	100.00%	3,000.00	投资管理	一级
临湘竹乡建设投资有限公司	100.00%	10,000.00	工程施工	二级
临湘市恒盛小城镇建设投资有限公司	55.00%	10,000.00	城乡基础设施建设等	一级
临湘市和诚物业管理有限公司	100.00%	100.00	物业管理等	二级

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入—营业成本) /营业收入×100%
收现比	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%
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+其他现金类资产调整项
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)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 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。