



2020 年醴陵市高新技术产业发展集团有限公司公司债券 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：



2020年醴陵市高新技术产业发展集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
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	2021-06-29	2020-08-06

评级观点

- 中证鹏元对醴陵市高新技术产业发展集团有限公司（以下简称“醴陵高新”或“公司”）及其2020年11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：公司外部运营环境和基础设施建设业务持续性较好，得到较大的外部支持，且湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）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，面临较大的资金压力和短期债务偿付压力，且存在一定的或有负债风险，需持续关注自营项目运营及资金回收情况等风险因素。

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。

债券概况

债券简称：20醴陵债/20醴陵高新债

债券剩余规模：7.5亿元

债券到期日期：2027-11-06

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期第3年至第7年每年年末分别按照债券发行总额的20%偿还本金

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

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	168.60	136.26	121.68
所有者权益	79.52	68.80	67.26
总债务	70.98	47.53	50.34
资产负债率	52.83%	49.51%	44.72%
现金短期债务比	0.25	0.27	0.24
营业收入	26.94	7.20	6.69
其他收益	3.68	3.04	0.00
利润总额	1.59	1.55	1.51
销售毛利率	2.86%	6.98%	6.47%
EBITDA	3.16	3.24	2.77
EBITDA利息保障倍数	0.83	1.09	1.04
经营活动现金流净额	-25.41	5.39	-7.11
收现比	0.90	0.63	0.70

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**近年来，醴陵市工业经济稳步发展，促进当地经济持续增长，地区生产总值增速高于同期全国平均水平。
- **公司基础设施建设业务持续性较好。**公司主要从事湖南醴陵经济开发区基础设施建设业务，截至 2020 年末，公司主要在建基础设施投资规模较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020 年公司获得醴陵市财政局拨付的债务置换资金，减缓偿债压力。公司持续获得政府补助，有效提升了公司的利润水平。
- **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责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为应收款项（包括应收票据、应收账款和其他应收款）和存货，应收款项回收时间存在不确定性，对资金形成较大占用，存货主要为开发成本和拟开发土地，且公司受限资产合计 23.00 亿元。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建基础设施建设项目尚需投入资金规模较大。
- **公司自营项目规模较大，需持续关注资金回收。**公司自营项目规模较大，收入主要来源于出售出租厂房及相关配套收益，存在不达预期的可能，需持续关注项目运营及资金回收情况。
- **公司总债务增长较快，短期债务偿付压力较大。**2020 年公司累计新增总债务超过上年末净资产的 30%，总债务规模大，占总负债的比重高，较 2019 年末大幅增长，同时，公司现金短期债务比低。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对控股股东担保金额 60.45 亿元，占同期末净资产的 76.01%。

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2020年11月发行7年期7.50亿元公司债券，募集资金原计划4.50亿元用于醴陵陶瓷绿色产业化试点项目，3.00亿元用于补充公司营运资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为86.08万元。

三、发行主体概况

2020年12月，公司控股股东醴陵市淦江投资控股集团有限公司（以下简称“淦江投资”）10%股权和其持有的公司10%股权无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司¹，公司实际控制人仍为醴陵市财政局。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。公司股权结构图见附录二。

公司主要业务为湖南醴陵经济开发区（以下简称“醴陵经开区”）范围内的基础设施建设。2020年纳入公司合并报表范围的一级子公司无变化。

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

¹ 截至2020年末，公司控股股东为淦江投资，实际控制人为醴陵市财政局。

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，引导金融服务实体经济；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。

区域经济环境

醴陵市经济发展水平较高，工业经济稳步发展

醴陵市经济继续稳步增长，2020年地区生产总值增速高于同期全国平均水平，醴陵市县域经济综合发展和基本竞争力分别名列全国百强县（市）第45位和64位。产业结构由2019年的8.4:51.8:39.8调整为2020年的9.7:52.0:38.3。按2019年常住人口计算，2020年醴陵市人均GDP为76,238元，为同期全国人均生产总值的105.23%，地区经济发展水平较高。

醴陵市经济结构以工业为主，工业经济延续稳步发展势头，2020年受疫情影响，增速有较大幅度下滑。陶瓷和花炮为醴陵市两大传统支柱产业，2020年陶瓷产业产值增速为4.3%，花炮产业产值增速为-3.6%。除此之外，服装、玻璃和汽配行业发展较快。

2020年醴陵市固定资产投资增长有所下降，其中基础设施投资增速为2.6%，房地产开发投资增速15.6%。

表1 醴陵市主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	737.6	3.9%	716.4	8.3%
第一产业增加值	71.5	3.5%	60.5	3.2%
第二产业增加值	383.8	4.3%	371.0	10.0%
第三产业增加值	282.3	3.2%	284.9	6.3%
工业增加值	-	3.9%	-	9.7%
固定资产投资	-	4.2%	-	14.2%
社会消费品零售总额	249.8	-2%	248.3	10.4%
进出口总额（亿美元）	4.9	-4.9%	5.1	6.8%
存款余额	428.9	9.2%	392.7	8.0%
贷款余额	316.1	19.1%	303.8	14.4%
人均GDP（元）		76,238		74,026
人均GDP/全国人均GDP		105.23%		104.4%

注：“-”表示相关数据未公布。

资料来源：醴陵市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年醴陵市实现全市一般公共预算收入43.25亿元，同比下降1.46%，地方一般公共预算收入30.07亿元，同比增长5.6%。实现全市政府性基金收入50.99亿元。同期全市一般公共预算支出77.54亿元，同比增长1.54%。

五、经营与竞争

公司主要承担醴陵经开区范围内的基础设施建设，2020年公司营业收入大幅增长，主要是销售商品收入增加所致。收入结构方面，公司收入主要由基础设施代建收入、销售商品房和销售商品收入构成，2020年新增销售商品房和工程收入。

2020年受低毛利率销售商品收入占比大幅增加影响，公司销售毛利率大幅下降。

表2 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
土地使用权转让	4,946.25	-13.36%	15,329.83	-8.25%
销售商品房	27,146.12	9.31%	0.00	-
代建收入	45,714.29	12.50%	52,432.15	12.50%
工程收入	2,684.07	9.60%	0.00	-
销售商品	186,872.61	0.11%	2,269.03	4.42%
房屋租赁	1,266.12	-65.24%	1,229.88	-8.78%
零星收入	140.11	43.97%	243.70	-120.05%
主营业务小计	268,769.56	2.71%	71,504.59	6.98%
其他业务收入	582.47	70.68%	480.99	6.92%
合计	269,352.04	2.86%	71,985.58	6.98%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施代建收入呈现波动性，在建基础设施建设项目规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金压力

公司是醴陵经开区范围内基础设施投资建设主体之一。基础设施建设项目方面，醴陵经开区管委会指定公司对醴陵经开区范围内的城市基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，指定评审中心对代建项目投资额进行评审，支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照投资总额的一定比例确认项目收益。公司按照施工进度节点与经开区管委会进行结算，依据经开区管委会出具的收入确认函确认基础设施建设收入，暂未签订代建协议及相关合同。公司与醴陵经开区管委会并未就回款时间进行约定，公司需先行垫付资金，经开区管委会付款进度受其资金安排的影响，回款时间存在一定不确定性。

2020年，公司基础设施代建收入下降，毛利率较为稳定。

表3 2019-2020 年公司代建收入明细（单位：万元）

年度	项目名称	收入
2020年	醴陵市旗滨玻璃产业项目	17,142.86
	醴陵陶瓷会展馆	28,571.43
	合计	45,714.29
2019年	园区其他	7,289.29
	醴陵陶瓷会展馆	28,571.43
	旗滨玻璃产业园	16,571.43
	合计	52,432.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建的基础设施建设项目有中国陶瓷谷核心片区产业开发项目、电力电瓷电器产业开发项目等，其中主要代建项目包括陶子湖综合体开发建设项目和电力电瓷电器产业开发项目等。截至2020年末存货开发成本中未结转的代建项目账面价值为28.26亿元。

公司主要自营项目为中国陶瓷谷核心片区产业开发项目、醴陵经开区横店产业园开发项目和东富化工产业园综合开发项目等。2021年受发行“21醴陵01”影响，公司新增自营项目醴陵电力电瓷电器产业园综合开发项目一期。自营项目未来收益主要来源于出售出租厂房及相关配套收益，存在一定不确定性。

本期债券募投项目为醴陵陶瓷绿色产业化试点项目，截至2021年5月末，已支付施工款4.48亿元，占总合同款的65%。

截至2020年末，公司主要在建基础设施计划总投资129.48亿元，已投资52.63亿元，业务持续性较好，但主要在建基础设施项目尚需投资76.86亿元，面临较大的资金压力。

表4 截至2020年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否代建
陶子湖综合体开发建设项目	176,260.00	166,737.58	9,522.42	是
电力电瓷电器产业开发项目	169,951.00	55,518.11	114,432.89	是
小计	346,211.00	222,255.69	123,955.31	-
中国陶瓷谷核心片区产业开发项目	665,330.00	261,756.30	403,573.70	否
醴陵湘赣创新创业园项目	104,269.32	4,744.62	99,524.70	否
醴陵陶瓷绿色产业化试点项目	65,261.80	2,889.51	62,372.29	否
醴陵经开区横店产业园开发项目	62,900.00	12,471.02	50,428.98	否
东富化工产业园综合开发项目	50,870.00	22,162.13	28,707.87	否
小计	948,631.12	304,023.58	644,607.54	-
合计	1,294,842.12	526,279.27	768,562.85	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地使用权转让收入规模和毛利率受招商引资政策影响存在一定不确定性

公司将招拍挂获得的土地向醴陵经开区内企业进行转让。2019-2020年，公司分别转让土地面积10.85万平方米和20.74万平方米，实现土地使用权转让收入15,329.83万元和4,946.25万元。公司对外转让

的土地价格受政府招商引资政策影响，整体毛利率较低，2019和2020年土地转让毛利率为负，主要是公司对引入园区企业给予一定优惠所致。

截至2020年末，公司存货中的拟开发土地账面价值为43.02亿元，但土地转让规模易受土地市场和醴陵经开区招商引资影响而存在一定的不确定性。

表5 2019-2020年公司转让土地情况（单位：万平方米、万元）

转让时间	受让方	土地证号（地号/宗地代码）	土地位置	转让面积	转让价款
2019年	醴陵市新瑞置业有限公司	2018-31	国瓷街道办事处华塘村	4.13	14,456.00
	湖南阳光蓬峰服饰有限公司	430281004007GB00024	国瓷街道办事处华塘村	0.22	77.55
	中盐美福生态肥业有限公司	430281121214GB00001	东富镇龙源村	6.50	2,169.35
2020年	中建材（株洲）光电材料有限公司	430281121211GB00003	东富镇龙源村	20.74	5,391.41
		430281121211GB00004			
合计	-	-	-	31.59	22,094.31

注：公司暂未收到醴陵市新瑞置业有限公司部分土地转让款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售商品收入大幅增加，但上下游集中度高，盈利贡献较弱

公司销售商品业务由子公司湖南新恒泰贸易发展有限公司负责，主要为电解铜、铝锭等有色金属贸易业务，供应商主要为上游贸易商，客户主要为下游贸易商。经营方面，湖南新恒泰贸易发展有限公司根据下游客户订单情况整批或分批向上游供应商购买产品，与上游供应商、下游客户的结算方式均为先付款后交货。2020年公司实现贸易业务收入18.69亿元，毛利率低，对公司盈利贡献较弱。

表6 2020年公司销售商品前五大供应商和客户情况（单位：万元）

供应商	采购额（含税）	占总采购额比例	采购品种
句容鑫谷科技有限公司	80,291.95	38.11%	电解铜
广东中启源商贸投资有限公司	59,798.78	28.38%	电解铜、铝锭
广州海川实业控股有限公司	40,512.34	19.23%	铝锭
广东鼎泮商贸发展有限公司	20,074.96	9.53%	电解铜
温州绿度环保产业发展有限公司	5,012.56	2.38%	电解铜
合计	205,690.58	97.63%	-

销售客户	销售额（含税）	占总销售额比例	销售品种
贵州国际商品交易中心有限公司	59,996.82	28.46%	电解铜
山能国际产业投资集团(海南)有限公司	50,400.26	23.91%	铝锭、电解铜
云南交投集团物资有限公司	50,031.82	23.74%	电解铜
上海枣矿新能源有限公司	25,004.35	11.86%	铝锭、电解铜
贵州铁源科技有限公司	11,695.53	5.55%	电解铜、废钢、铁精粉

合计	197,128.78	93.52%	-
----	------------	--------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司新增销售商品房收入，受项目完工进度与房地产市场影响，未来收入规模存在一定不确定性

公司销售商品房业务由子公司醴陵市新恒泰置业有限公司负责，销售项目为商品房，按照市场化运作模式进行开发、建设、销售和运营等，截至2020年末，公司在建在售项目为鼎盛铭城。2020年公司实现销售商品房收入27,146.12万元，毛利率较低，盈利能力弱，剩余可售面积较大，受项目完工进度与房地产市场影响，未来收入规模存在一定不确定性。

表7 截至2020年末公司房地产项目情况（单位：平方米、万元）

项目	项目类型	建筑面积	计划总投资	累计投资	已售面积	剩余可售面积	状态
鼎盛铭城	商品房	208,095.80	78,000.00	54,708.75	73,295.48	75,559.15	在建

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得外部支持力度较大

公司是醴陵经开区重要的投融资平台，承担经开区基础设施建设。2020年醴陵市财政局向公司拨付债务置换资金9.21亿元，计入资本公积，减缓公司偿债压力。2020年公司确认主要来自湖南醴陵经济开发区管理委员会政府补助3.68亿元，有效提升了公司的利润水平。

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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，主要以存货和应收款项为主，整体资产流动性较弱

受负债规模增加及政府注入债务置换资金影响，2020年公司资产规模大幅增加至168.60亿元，以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	52,081.25	3.09%	30,579.13	2.24%
应收账款	98,145.60	5.82%	110,411.01	8.10%

预付款项	83,977.04	4.98%	75,939.41	5.57%
其他应收款	241,705.62	14.34%	275,515.72	20.22%
存货	1,113,480.44	66.04%	795,116.54	58.35%
流动资产合计	1,607,611.77	95.35%	1,294,550.76	95.01%
投资性房地产	56,866.18	3.37%	59,636.19	4.38%
非流动资产合计	78,408.76	4.65%	68,004.68	4.99%
资产总计	1,686,020.53	100.00%	1,362,555.44	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末公司货币资金为5.21亿元，使用受限资金为1.18亿元，其中银行承兑汇票保证金1.00亿元，用于担保的定期存款或通知存款0.10亿元，履约保证金0.08亿元。2020年末，公司应收账款有所下降，主要为应收政府机构款项，其中应收民企醴陵市新瑞置业有限公司销售土地款0.75亿元，账龄1-2年，计提坏账比例低，存在一定的回收风险。公司预付款项主要为预缴土地款，因征地拆迁尚未办完不动产权证。截至2020年末，公司其他应收款主要为与醴陵经开区管委会等政府部门及相关单位往来款，其中应收民企醴陵市新瑞置业有限公司往来款0.26亿元，账龄1年以内，计提坏账比例低，存在一定的回收风险；其他应收款应收对象以政府部门为主，但回款期较长，对公司资金存在较大占用。

公司存货主要包括开发成本和拟开发土地。其中开发成本为67.41亿元，主要为公司项目建设，近年增加主要系公司项目建设投入增加所致；2020年末公司拟开发土地增加至43.02亿元，主要系公司通过招拍挂购入较多土地；公司存货中土地（含开发成本土地和拟开发土地）合计89宗，面积为509.39万平方米，账面价值合计为56.81亿元。存货中土地主要用途为工业用地、商业用地、城镇住宅用地等，其中用途为公共设施用地3宗，账面价值1,783.33万元；用途为文体娱乐/文化用地5宗，账面价值10,822.29万元；未办理权证土地10宗，账面价值88,647.08万元，已办理权证但未缴纳土地出让金土地26宗，公司土地资产价值易受政府城市规划及土地一级市场影响，难以集中变现，土地资产流动性较弱，已抵押土地资产64,980.28万元。2020年末，公司已抵押的存货账面价值为19.04亿元，占存货比重为17.10%。

公司非流动资产主要为投资性房地产，投资性房地产均按成本法计量，基本为房屋建筑物。2020年末公司已抵押的投资性房地产账面价值为2.77亿元，占投资性房地产比重为48.78%。

总体来看，公司资产以存货和应收款项为主，存货中土地资产流动性较弱，应收款项对公司资金存在较大占用，截至2020年末，公司受限资产合计23.00亿元，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入增长较快，政府补助对盈利贡献较大

受销售商品收入大幅增加影响，2020年公司营业收入同比增长274.18%。受销售商品贸易业务规模增加影响，2020年公司收现比有所上升。截至2020年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资额

为129.48亿元，已投资52.63亿元，基础设施建设业务持续性较好。醴陵经开区内土地市场与当地的经济发展和招商引资情况密切相关，土地使用权转让收入存在不确定性；销售商品房业务受项目完工进度与房地产市场影响，未来收入规模存在一定不确定性。2020年受低毛利率销售商品收入占比大幅增加的影响，公司销售毛利率大幅下降。预计公司未来收入规模存在一定的波动性。

2020年公司获得政府补贴收入36,811.53万元，占当期利润总额231.28%，政府补助对盈利贡献较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	269,352.04	71,985.58
收现比	0.90	0.63
其他收益	36,809.53	30,400.00
营业利润	16,623.51	15,498.85
营业外收入	4.20	245.58
利润总额	15,916.53	15,544.05
销售毛利率	2.86%	6.98%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

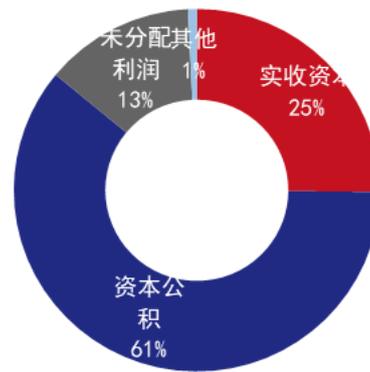
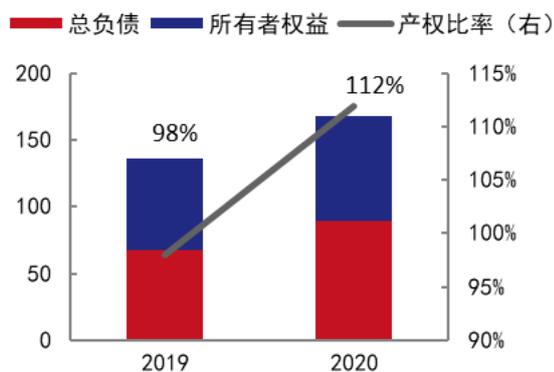
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，短期债务偿付压力较大

受融资规模增加影响，2020年末负债总额增长至89.08亿元。受财政债务置换资金增加资本公积影响，2020年末公司所有者权益总额增加至79.52亿元，以财政注资和注入土地为主。整体来看，公司债务扩张速度较快，所有者权益对负债的保障程度下降，截至2020年末，公司产权比率为112%。

图 1 公司资本结构（单位：亿元）

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司短期借款有所下降，为质押借款。公司应付账款主要为应付工程款和商品房款，2020年增加主要系应付工程款及土地款增加所致。公司预收款项主要为预收货款，2020年下降主要是预收商品房款结转所致。公司其他应付款（不含应付利息）主要为公司与当地国企应付往来款，2020年减

少主要是应付往来款减少所致。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债分别为一年内到期的长期借款余额15.93亿元、应付债券余额1.98亿元和长期应付款2.37亿元。

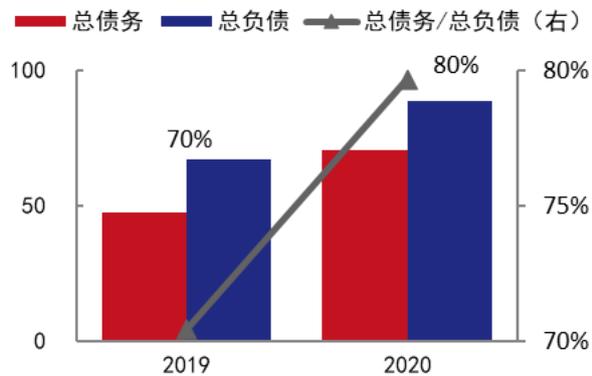
非流动负债方面，公司长期借款主要为抵押+保证借款。公司应付债券为“16醴陵高新债”（期限7年，票面利率4.93%）；受“20醴陵01”（期限7年，票面利率7.50%）和“20醴陵高新债”（期限7年，票面利率5.80%）发行影响，2020年末公司应付债券余额增长至20.27亿元，2021年公司新增“21醴陵01”（期限7年，票面利率7.90%）4.00亿元。截至2020年末，公司长期应付款主要为信托和融资租赁款以及3.89亿元综合配套服务区专项资金。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

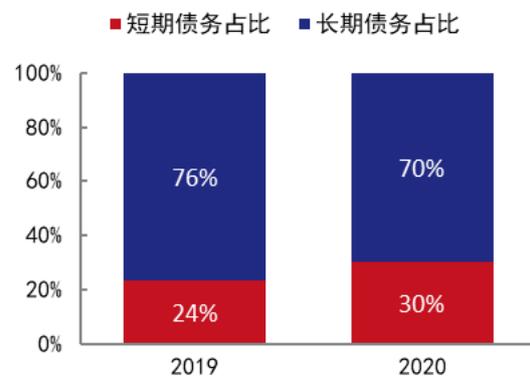
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	950.00	0.11%	5,000.00	0.74%
应付账款	83,127.14	9.33%	29,712.19	4.40%
预收款项	20,928.57	2.35%	35,008.34	5.19%
其他应付款（不含应付利息）	24,413.77	2.74%	124,829.07	18.50%
一年内到期的非流动负债	202,794.29	22.77%	106,880.98	15.84%
流动负债合计	353,011.97	39.63%	308,301.85	45.70%
长期借款	266,317.00	29.90%	288,137.00	42.71%
应付债券	202,706.03	22.76%	59,571.49	8.83%
长期应付款	65,915.05	7.40%	15,719.13	2.33%
非流动负债合计	537,788.08	60.37%	366,277.62	54.30%
负债合计	890,800.05	100.00%	674,579.47	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，公司总债务包含短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款计息部分，合计为70.98亿元，占总负债的比重为79.68%，2020年公司累计新增总债务占上年末净资产的34.08%。公司总债务以长期债务为主，整体规模较大，较2019年末增加49.33%，增长较快。

图3 公司债务占负债比重（单位：亿元）


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

偿债能力指标方面，随着公司负债规模的增加，公司资产负债率上升。截至2020年末，一年内到期的非流动负债规模较大，公司现金短期债务比为0.25，短期偿债压力较大。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	52.83%	49.51%
现金短期债务比	0.25	0.27
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.09

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21日），公司本部、子公司醴陵市高新技术产业投资经营管理有限公司、子公司醴陵市高新技术基础设施投资建设有限公司、子公司醴陵市滨城开发建设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604,478.74万元，占期末净资产的比重为76.01%，担保对象为控股股东，未提供反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表12 2020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	是否有反担保
醴陵市淦江投资控股集团有限公司	40,000.00	2025.12.5	无
	30,000.00	2021.6.2	无

30,000.00	2021.6.2	无
30,000.00	2021.6.2	无
30,000.00	2021.6.2	无
22,239.37	2024.11.29	无
22,239.37	2024.12.25	无
20,000.00	2022.1.10	无
20,000.00	2021.12.30	无
20,000.00	2021.12.27	无
20,000.00	2021.5.10	无
20,000.00	2021.4.6	无
20,000.00	2021.3.29	无
10,000.00	2021.3.14	无
10,000.00	2021.3.22	无
50,000.00	2025.12.31	无
50,000.00	2025.12.31	无
10,000.00	2023.5.28	无
10,000.00	2023.4.23	无
30,000.00	2022.5.26	无
22,000.00	2034.12.26	无
合计	604,478.74	--

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

湖南担保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

本期债券由湖南担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为债券本金、利息、以及违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。担保责任方面，如本期债券到期后，本期债券持有人对担保人负有同种类、品质的到期债券的，可依法将该债务与其在担保函项下对担保人的债券相抵销。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，本期债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除担保责任。

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，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会整合湖南省属国有相关担保资源组建了湖南省担保集团有限公司，注册资本40亿元。2018年，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，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，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，财信金控将其持有的湖南担保33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至2020年末，湖南担保注册资本为60亿元，实收资本为53.73亿元，唯一股东为湖南省财政厅，实际控制人为湖南省人民政府。

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，2018-2020年营业总收入规模保持增长。

表13 湖南担保营业收入构成（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
担保费收入	3.05	73.18%	1.18	55.12%
减：提取未到期责任准备金	0.64	-	0.19	-
利息收入	0.57	13.75%	0.61	28.42%
投资收益	0.81	19.34%	0.51	23.61%
合计	4.17	100.00%	2.14	100.00%

资料来源：湖南担保 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，湖南担保资产总额为 76.24 亿元，所有者权益合计 57.73 亿元。2020 年湖南担保实现营业收入 4.17 亿元，实现净利润 0.41 亿元。

表14 湖南担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
资产总额	76.24	68.50
所有者权益合计	57.73	57.33
营业总收入	4.17	2.14
担保费收入	3.05	1.18
净利润	0.41	0.07
净资产收益率	0.71%	0.15%
融资担保余额	-	365.06
间接融资担保余额	-	250.40
直接融资担保余额	-	47.31
再担保余额	-	67.35
非融资担保余额	-	0.89
融资担保放大倍数	-	1.47
当期担保代偿率	-	2.80%

注：“-”表示相关数据未提供

资料来源：湖南担保 2019-2020 年审计报告及湖南担保提供，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安全性。

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。

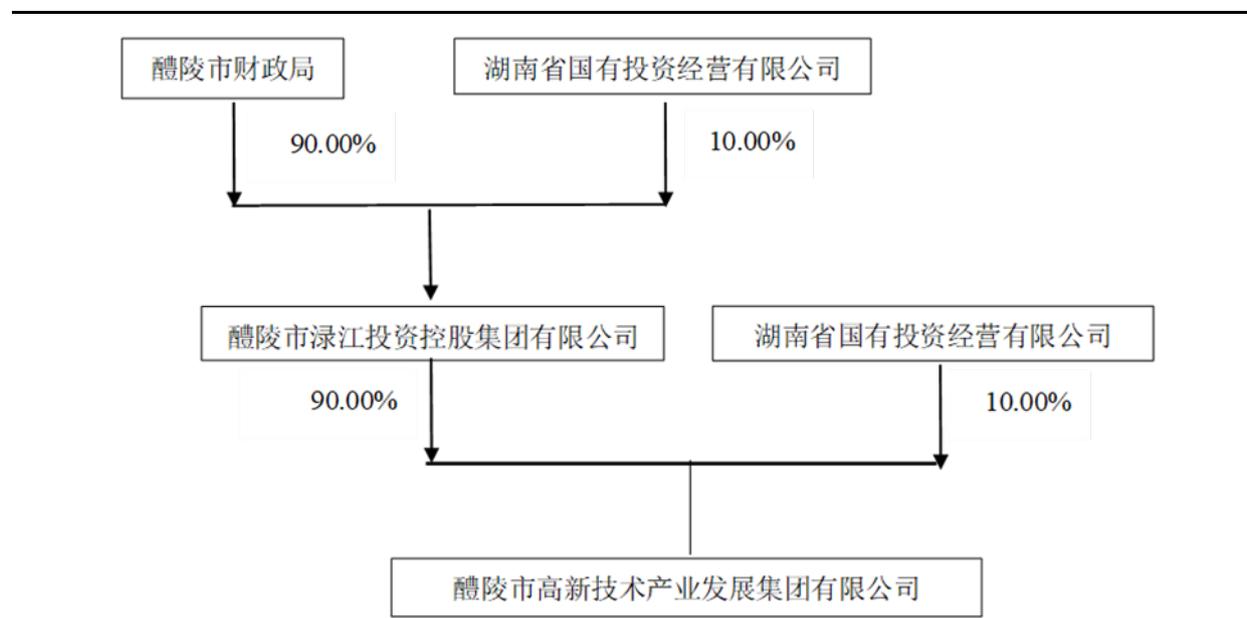
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	52,081.25	30,579.13	27,469.30
应收账款	98,145.60	110,411.01	50,420.31
预付款项	83,977.04	75,939.41	136,877.98
其他应收款	241,705.62	275,515.72	242,277.69
存货	1,113,480.44	795,116.54	718,478.73
流动资产合计	1,607,611.77	1,294,550.76	1,177,916.33
投资性房地产	56,866.18	59,636.19	29,228.53
非流动资产合计	78,408.76	68,004.68	38,865.50
资产总计	1,686,020.53	1,362,555.44	1,216,781.83
短期借款	950.00	5,000.00	0.00
应付账款	83,127.14	29,712.19	4,564.36
预收款项	20,928.57	35,008.34	8,122.98
其他应付款（不含应付利息）	24,413.77	124,829.07	20,988.94
一年内到期的非流动负债	202,794.29	106,880.98	116,295.01
流动负债合计	353,011.97	308,301.85	156,067.99
长期借款	266,317.00	288,137.00	245,438.00
应付债券	202,706.03	59,571.49	79,383.99
长期应付款	65,915.05	15,719.13	62,260.71
非流动负债合计	537,788.08	366,277.62	388,082.69
负债合计	890,800.05	674,579.47	544,150.68
总债务	709,782.37	475,308.60	503,377.70
所有者权益	795,220.48	687,975.97	672,631.15
营业收入	269,352.04	71,985.58	66,927.09
营业利润	16,623.51	15,498.85	-11,737.35
其他收益	36,809.53	30,400.00	0.00
利润总额	15,916.53	15,544.05	15,091.38
经营活动产生的现金流量净额	-254,095.46	53,856.49	-71,094.71
投资活动产生的现金流量净额	-25,915.81	-3,238.21	-567.63
筹资活动产生的现金流量净额	290,176.74	-47,987.93	10,436.48
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	2.86%	6.98%	6.47%
收现比	0.90	0.63	0.70
资产负债率	52.83%	49.51%	44.72%
现金短期债务比	0.25	0.27	0.24
EBITDA（万元）	31,569.97	32,430.81	27,705.35
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.09	1.04

注：2020年 EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/（分配股利、利润或偿付利息支付的现金+其他应付款-应付利息）

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 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
醴陵市滨城开发建设有限公司	20,000	100.00	土地收储整理；基础设施建设；市政公共设施投资建设等
醴陵市高新技术产业投资经营管理有限公司	20,000	100.00	园林绿化工程施工；基础设施、市政公共设施投资建设等
醴陵市高新技术基础设施投资建设有限公司	45,000	100.00	基础设施的投资建设、管理及配套服务、城镇化建设等
湖南新恒泰贸易发展有限公司	10,000	100.00	货物销售；房屋租赁；建筑劳务分包等
醴陵市锦程建设开发有限公司	2,000	100.00	房屋建设工程、市政公用建设工程、建筑装饰装修设计、施工及咨询等
醴陵市新恒泰置业有限公司	10,000	100.00	房地产开发、经营；物业管理等

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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。