

2022 年岳阳市城市建设投资集团有限公司

社会领域产业专项债券信用评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

黄 豫 yhuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 01 月 11 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。

■ 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]2141D 号

岳阳市城市建设投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2022 年岳阳市城市建设投资集团有限公司社会领域产业专项债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期专项债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年一月十一日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
岳阳市城市建设投资集团有限公司	不超过 5.00 亿元	7 年	每年付息一次，在债券存续期的第 4 年至第 7 年每年分别偿还债券发行总额的 25%	3.00 亿元用于岳阳市体育中心场馆建设项目，2.00 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定岳阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“岳阳城投集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2022 年岳阳市城市建设投资集团有限公司社会领域产业专项债券”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了岳阳市财政经济实力持续增长；公司地位突出，获得了有力的外部支持；持有的可开发土地资源较充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资产流动性较弱，应收类款项对公司资金占用较为严重；债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力；经营活动净现金流持续为负，需关注棚户区改造项目的交付结算及回款情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

岳阳城投集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	796.36	911.01	924.84	1,141.46
所有者权益合计（亿元）	228.68	248.56	277.62	367.95
总负债（亿元）	567.68	662.46	647.22	773.51
总债务（亿元）	534.50	610.02	594.46	697.48
营业总收入（亿元）	57.40	52.09	41.28	34.60
经营性业务利润（亿元）	5.63	3.50	0.66	0.39
净利润（亿元）	4.89	2.43	2.03	0.83
EBITDA（亿元）	12.88	11.81	13.55	--
经营活动净现金流（亿元）	-84.72	-62.55	-3.82	-16.00
收现比(X)	0.34	0.36	0.60	0.59
营业毛利率(%)	20.85	18.95	19.35	15.18
应收类款项/总资产(%)	20.65	21.91	20.73	19.51
资产负债率(%)	71.28	72.72	69.98	67.76
总资本化比率(%)	70.04	71.05	68.17	65.46
总债务/EBITDA(X)	41.50	51.67	43.86	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.49	0.52	0.68	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及 2021 年未经审计的三季度财务报告整理；2、分析时各年度财务数据均采用审计报告期末数，2021 年三季度财务数据采用财务报表期末数；3、公司未提供 2021 年 1-9 月现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际将公司各期末长期应付款中的带息债务计入长期债务，将各期末其他流动负债及其他应付款中的带息债务计入短期债务。

正面

■ **岳阳市经济财政实力持续增长。**岳阳市为湖南省“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市，近年来经济及财政实力保持增长趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司地位突出，获得了有力的外部支持。**公司系岳阳城市建设领域最重要及资产规模最大的国有企业，具有组织岳阳市国有资本营运、行使国有资本投资职能，地位突出，历年来在业

同行业比较

2020 年湖南省部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总负债 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
岳阳市城市建设投资集团有限公司	924.84	277.62	69.98	647.22	41.28	2.03	-3.82
常德市经济建设投资集团有限公司	896.75	325.40	63.71	571.35	64.01	4.93	29.52
常德市城市建设投资集团有限公司	1,173.80	674.27	42.56	499.53	51.45	5.68	0.71
株洲高科集团有限公司	930.50	392.17	57.85	538.34	83.84	7.32	-24.89

资料来源：中诚信国际整理

务经营、资产划拨、政府补助方面得到了政府的有力支持。

■ **持有的可开发土地资源较充足。**截至 2021 年 9 月末，公司存货中土地资产账面价值 243.77 亿元，土地类型主要为出让地，用途以商业、住宅为主，未来或将为公司带来一定的收益。

关注

■ **资产流动性较弱，应收类款项对公司资金占用较为严重。**公司资产中以土地资产和开发成本为主的存货占比很高，资产流动性较弱；此外，公司应收类款项规模较大，资金占用比例较高，面临一定减值风险。

■ **债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。**公司债务规模较大，总资本化比率位于高位，截至 2021 年 9 月末，公司总债务及总资本化比率分别为 697.48 亿元和 65.46%；未来几年公司到期债务规模较大，面临较大的偿债压力。

■ **经营活动净现金流持续为负，需关注棚户区改造项目的交付结算及回款情况。**公司项目投资支出规模较大、回款较少，经营活动现金流呈持续净流出状态。公司在建的棚户区改造项目均采用政府购买服务模式，投资规模较大，目前大多处于建设后期，需关注其交付结算及购买服务价款的实际支付情况。

评级展望

中诚信国际认为，岳阳市城市建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**岳阳市经济、财政实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**岳阳市经济、财政实力大幅下滑；公司地位下降，致使股东对公司的支持意愿减弱；公司经营情况及财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。

发行人概况

岳阳城投集团系由岳阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“岳阳市国资委”）于 2012 年 9 月出资成立。2017 年 2 月，根据岳阳市国资委《关于无偿划拨股权的通知》，岳阳市国资委将所持有的岳阳市旅游发展有限公司 51% 股权无偿划拨给公司。2017 年 7 月，根据《关于将岳阳市城市建设投资有限公司出资人变更为岳阳市城市建设投资集团有限公司的批复》（岳国资[2017]87 号），岳阳市国资委同意将所持有的岳阳市城市建设投资有限公司（以下简称“岳阳城投”）100% 股权无偿划转至公司。2021 年 2 月，为落实湖南省人民政府印发的《湖南省划转部分国有资本充实社保基金实施办法》等文件要求，岳阳市国资委将其持有的岳阳城投集团 10% 股权划转至湖南省国有投资经营有限公司（以下简称“省国投公司”）。2021 年 4 月，根据《岳阳市人民政府办公室关于岳阳市国有资产经营有限责任公司股权划转的批复》（岳政办函[2021]37 号），岳阳市国资委将其持有的岳阳市国有资产经营有限责任公司（以下简称“岳阳国资”）90% 股权无偿划转至公司（以 2021 年 1 月 1 日为基准日），公司将岳阳国资及其下属 10 家子公司纳入合并范围。截至 2021 年 9 月末，公司注册资本和实收资本分别为 5.00 亿元和 1.00 亿元，岳阳市国资委及省国投公司分别持股 90% 和 10%，实际控制人为岳阳市国资委。

2021 年 10 月 25 日，公司发布了《岳阳市城市建设投资集团有限公司关于资产划转事宜的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示，根据岳阳市市委市政府工作部署，公司拟将持有的岳阳城投子公司岳阳经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“岳阳经开”）100% 股权划转至岳阳市国资委。截至 2020 年末，岳阳经开总资产为 119.91 亿元，占公司当期总资产的 12.97%；净资产为 36.69 亿元，占公司当期净资产的 13.22%；2020 年度，岳阳经开营业收入 7.32 亿元，占公司当期营业收入的 17.73%；净利润为 0.51 亿元，占公司当期净利润的

25.12%。划转完成后，公司对岳阳经开不具有实际控制权，不纳入合并报表范围，则将对公司的业务经营、收入规模、资本结构等方面将造成一定的影响。截至 2022 年 1 月 4 日，上述事项尚未通过债权人会议，中诚信国际将持续关注该资产划转进展。

公司是岳阳市城市建设领域最重要以及资产规模最大的国有企业，业务涵盖城市基础设施投资与建设，项目开发与经营，土地一级开发与房产开发，岳阳市政府授权的国有资产、城市特许经营权的管理与运营，对外投资与资本运作等。

表 1：截至 2021 年 9 月末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
岳阳市城市建设投资有限公司	岳阳城投	100%
岳阳市水利建设投资有限公司	岳阳水投	100%
岳阳市旅游发展有限公司	旅游发展	100%
岳阳市天岳幕阜山旅游开发有限公司	幕阜山旅游	67%
岳阳市水务集团有限公司	水务集团	51%
岳阳市公共交通集团有限责任公司	公交集团	51%
岳阳市城投物业服务有限公司	物业公司	100%
岳阳市城投物资经营有限公司	物资公司	100%
岳阳市国泰阳光老年服务有限责任公司	国泰养老	51%
岳阳市临港产业投资有限公司	临港公司	100%
岳阳市城市旧改投资有限公司	旧改公司	100%
岳阳市文化旅游开发有限公司	文旅公司	100%
岳阳市国有资产经营有限责任公司	岳阳国资	90%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

本期债券概况

公司本期专项债券注册金额为 5.00 亿元，发行金额不超过 5.00 亿元，发行期限为 7 年。本期债券采用固定利率形式，采用单利按年计息，不计复利。同时本期债券设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 4 年至第 7 年每年分别偿还债券发行总额的 25%。

公司本期专项债券募集资金 5.00 亿元，其中 3.00 亿元用于岳阳市体育中心场馆建设项目，2.00 亿元用于补充营运资金。

岳阳市体育中心场馆建设项目总用地面积 244,194 平方米，拟建 1 个主体育场以及周边配套设施，项目建设工期为 31 个月（含前期工作）。岳阳市体育中心场馆建设项目计划总投资 7.03 亿元，其中，项目资本金约 2.23 亿元，由公司自筹解决；发行本期债券筹集资金 3.00 亿元；截至 2021 年 9 月末，项目资本金已全部落实，通过其他融资方式已筹集到位资金 8,000 万元，后续资金缺口根据项目建设进度分批融资到位。公司后续将通过租赁收入、停车位收入、广告收入、体育设施日常经营收入和体育培训收入获取项目收入，平衡前期投资资金。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年前三季度，GDP 同比实现 9.8% 的较高增长，但三季度同比增速较二季度回落 3.0 个百分点至 4.9%，经济修复边际趋缓。展望四季度，基数抬升叠加修复力量趋弱 GDP 增速或将延续回落态势，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

前三季度中国经济整体延续修复态势，但产需正向循环的动态平衡尚未完全形成。从生产端看，前三季度工业增加值同比增速逐月回调，两年累计复合增速较疫情前仍有一定回落空间，“双限双控”政策约束下制造业增加值同比增速在三季度出现下调；服务业持续修复但受疫情局部反复影响较大，内部增速分化扩大，信息传输、软件和信息技术等高技术服务业加速修复，而接触性服务业、房地产等行业修复力度边际趋缓。从需求端看，前三季度投资、社零额两年复合增速仍显著低于疫情前，出口保持高增长但可持续性或并不稳固。其中，房地产投资对投资的支撑作用明显，但在融资及土地购置严监管下后续下行压力较大，财政后置、地方化债约束以及专项债优质项目储备不足等多重因素影响下基建投资托底作用尚未充分显现，制造业投资边际回暖主要受出口高增长拉动，但剔除价格上涨因素之后出口规模增速或有所下调，叠加全球经济产需错配逐步纠正，出口错峰增长效应后续或弱

化，社零额增速修复受限于疫情反复以及居民收入增速放缓，短期内较难期待边际消费倾向出现大幅反弹。从价格端看，国际大宗商品价格上行叠加国内“双碳”目标约束，上游工业品通胀压力犹存，PPI 与 CPI 之差持续扩大，企业利润占比或持续向上游倾斜。

宏观风险：经济修复走弱的过程中伴随着多重风险与挑战。从外部环境看，新冠病毒变体全球蔓延，疫苗技术及接种水平或导致各国经济复苏分化，美联储 Taper 落地及发达经济体加息预期或对新兴经济体的金融稳定带来一定外溢效应，中美冲突短期缓和但大国博弈基调不改。从内部挑战看：首先，防控目标“动态清零”下疫情反复依然影响相关地区的经济修复。其次，需求偏弱叠加原材料价格上行，微观主体面临市场需求与成本的双重压力。再次，再融资压力与生产经营压力并存，尾部民营企业风险或加速暴露，其中房地产行业信用风险持续释放，需警惕房地产调整对关联行业及地方财政的外溢影响。第四，“双限双控”政策或继续对生产形成扰动，“双碳”约束下能源成本或有所上行。

宏观政策：面对宏观经济修复趋缓以及多重风险并存，宏观调控需在多目标约束下持续巩固前期复苏成果，通过加强跨周期调节进一步托底经济增长。前三季度宏观政策以稳为主，宏观杠杆率总体稳定。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，央行流动性管理以“等量平价”为显著特征，7 月进行降准操作但货币政策稳健基调未改，在实体融资需求趋缓以及 PPI 高位运行下四季度货币政策全面宽松的基础较弱。从财政政策看，前三季度财政预算支出增速显著低于收入增速，专项债发行力度逐步增强，“财政后置”作用下四季度财政支出及专项债发行将提速，基建投资的支撑作用或有一定显现，同时财政支出将持续呵护民生与促进就业，但财政收支紧平衡、地方化债压力以及专项债项目审批趋严对财政政策的宽松力度仍有约束。

宏观展望：当前经济恢复仍不稳固、不均衡，四季度 GDP 增速仍有回落压力，但全年经济增速仍有望录得近年来的高位，两年复合增速或将回归

至潜在增速水平。随着基数走高以及经济修复趋缓延续，2022 年 GDP 增速或进一步回落。

中诚信国际认为，总体来看中国经济修复基本态势未改，供需缺口持续弥合，宏观政策储备依然充足，跨周期调节仍有持续稳定经济增长的能力和空间。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

区域经济环境

岳阳市为“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市；近年来岳阳市经济财政实力持续增强，但增速有所放缓

财政级次及特殊地位：岳阳市系湖南省下辖地级市，地处湖南东北部，现辖岳阳楼区、云溪区、君山区 3 个区，汨罗市、临湘市 2 个县级市，岳阳县、华容县、平江县、湘阴县 4 个县，设有岳阳经济技术开发区（以下简称“经开区”）、城陵矶临港产业新区（以下简称“城陵矶港区”）、南湖新区和屈原管理区 4 个非行政区，总面积 15,019 平方公里。岳阳市为“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市，是湖南融入长江经济带的“桥头堡”和洞庭湖生态经济区建设的“主战场”。

经济发展水平：依托石化、食品、造纸等传统优势产业和生物医药、新材料、节能环保等战略性新兴产业的发展，岳阳市经济实力稳步增强，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。2020 年全市地区生产总值（GDP）4,001.55 亿元，总量在全省 14 个地市（州）中排名第二，比上年增长 4.2%，比全国和全省平均水平分别高 1.9 和 0.4 个百分点，但增速较上年有所放缓。从产业结构来看，2020 年，岳阳市三次产业结构由 2019 年的 10.0：40.4：49.6 调整为 11.5：40.5：48.0，第三产业占比较上年下降 1.6 个百分点。2021 年 1~9 月，岳阳市全市实现地

区生产总值（GDP）3,081.32 亿元。

财政实力：2018~2020 年，岳阳市一般公共预算收入分别为 143.89 亿元、150.20 亿元和 152.70 亿元，呈逐年上涨趋势；同期，岳阳市一般公共预算支出分别为 531.76 亿元、534.20 亿元和 539.20 亿元，财政平衡率分别为 27.06%、28.12%和 28.32%，财政自给能力较弱。政府性基金收入方面，2018~2020 年，岳阳市实现政府性基金收入分别为 254.29 亿元、286.70 亿元和 256.70 亿元，近年来有所波动。2021 年 1~9 月，岳阳市地方一般公共预算收入为 124.63 亿元，其中地方税收收入 76.79 亿元。

表 2：2018~2020 年岳阳市经济及财政概况

主要指标	2018	2019	2020
GDP（亿元）	3,411.01	3,780.41	4,001.55
GDP 增速（%）	8.3	8.0	4.2
一般公共预算收入（亿元）	143.89	150.20	152.70
政府性基金收入（亿元）	254.29	286.70	256.70
上级补助收入（亿元）	282.28	275.90	309.50
一般公共预算支出（亿元）	531.76	534.20	539.20
财政平衡率（%）	27.06	28.12	28.32

资料来源：岳阳市人民政府网站，中诚信国际整理

未来发展机遇：岳阳市是通江达海的现代港口城市，亦是湖南唯一的临江口岸城市，具有一定的战略地位。近年来逐渐形成了以石油化工、航运物流、现代旅游为主的产业体系，经济实力持续增强。2020 年 9 月 24 日，中国（湖南）自由贸易试验区岳阳片区揭牌成立。岳阳自贸片区面积 19.94 平方公里（含岳阳城陵矶综合保税区 2.07 平方公里），重点对接长江经济带发展战略，突出临港经济，发展航运物流、电子商务、新一代信息技术等产业，打造长江中游综合性航运物流中心、内陆临港经济示范区，为岳阳市经济发展带来了新的机遇。同时，根据湖南省委发布的湖南省“十四五”规划和 2035 年远景目标，岳阳市将被建设成为湖南省两个省域副中心城市之一，支持岳阳建设现代产业强市，未来岳阳市经济财政实力有望进一步加强。

业务运营

公司是岳阳市城市建设领域最重要以及资产

规模最大的国有企业，其下属子公司岳阳城投、岳阳水投承担了城区的基础设施建设与开发任务；同时，岳阳经开承担了经开区的建设开发任务，岳阳国资子公司岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“洞庭开发公司”）承担洞庭新城范围内的基础设施建设（含棚改）。此外，岳阳市城区的基础设施建设主体还有岳阳市交通建设投资集团有限公司，该公司主要从事交通类基础设施的建设与土地整理业务，与岳阳城投和岳阳水投的业务领域有所差异。

2018~2020 年公司营业收入主要来源于基础设施建设和棚户区改造业务，两项业务收入合计占比 90% 左右。2019 年公司合并范围新增自来水和公交业务，从而推动资产运营管理收入较上年大幅增长。2020 年公司棚户区改造业务收入降幅较大，导致营业总收入下降明显。2021 年 1~9 月，公司资产运营管理业务收入增幅较大，占当期收入比重大幅增长。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
基础设施建设	28.61	26.64	25.90	17.64
棚户区改造	28.32	20.33	10.56	4.74
资产运营管理	0.42	4.76	4.72	11.38
其他	0.04	0.36	0.10	0.84
合计	57.40	52.09	41.28	34.60
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
基础设施建设	49.84%	51.14%	62.74%	50.99%
棚户区改造	49.35%	39.03%	25.58%	13.69%
资产运营管理	0.73%	9.14%	11.43%	32.89%
其他	0.07%	0.69%	0.24%	2.43%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：（1）资产运营管理收入包括旅游、自来水、公交等；（2）由于四舍五入，加总数与合计数存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是岳阳市最重要的基础设施建设主体，业务具有区域垄断性；建设项目均采用政府委托代建模式，近年来收入较稳定

公司基础设施建设业务经营主体主要为岳阳城投本部、岳阳水投、岳阳城投子公司岳阳经开、岳阳国资子公司洞庭开发公司；其中，岳阳城投本部、岳阳水投和洞庭开发公司承担城区的基础设施

项目建设，岳阳经开负责经开区的基础设施项目建设。

公司基础设施项目均采用委托代建模式，但委托方因项目区域而有所不同。1）对于城区（洞庭新城以外）的基建项目，岳阳市政府与相应的子公司签订委托代建协议，由相应的子公司筹措资金建设（包括基础设施建设所占用土地的征用及平整）；项目建成后全部移交给相关政府部门，并由市政府向公司分期支付款项。基础设施项目最终的支付对价为工程建设费用审定结算值加上一定比例（约为 25%~35%）的投资收益。2）对于洞庭新城区域内的基建项目，由洞庭开发公司与岳阳市岳阳楼区政府按项目签署委托代建协议，由洞庭开发公司筹措资金建设，岳阳市岳阳楼区政府根据项目合同约定的总回款数（包括项目成本及一定比例的项目收益，此外，不同项目的收益率存在差异）向公司分期支付款项。3）对于经开区内的基建项目，由岳阳经开与岳阳市经济开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）签署委托建设协议，由岳阳经开筹措资金建设（包括基础设施建设所占用土地的征用及平整），经开区管委会根据协议约定向公司分期支付款项，包括岳阳经开筹措项目的建设资金、利息和代建费，其中代建费为建设资金的 30% 左右。公司按完工进度确认收入并结转成本。

公司系岳阳市城区及经开区最重要的基础设施项目建设主体，历年来承担了岳阳市城区及经开区各项重大民生项目，业务具有区域垄断性。目前，公司建设的基础设施项目均与政府签订代建协议，收入实现较有保障；按协议对手方来分，公司基础设施建设收入来源于岳阳市政府、经开区管委会及岳阳市岳阳楼区政府，近年来较为稳定，其中来源于岳阳市政府的项目代建收入占比较高。截至 2021 年 3 月末，公司与岳阳市政府签订协议的已完工基础设施建设项目合计 75 个，总投资 106.48 亿元，拟回款 143.20 亿元，已回款 138.80 亿元。同期末，公司与岳阳市政府签订协议的在建基础设施建设项目总投资 61.55 亿元，已投资 35.34 亿元。同时，

中诚信国际关注到公司在建及拟建的基础设施项目剩余投资规模有限，未来该业务收入或将下降。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司与岳阳市政府签订协议的主要在建基础设施项目情况（亿元）

序号	项目名称	建设主体	计划总投资	已投资	是否签订代建协议	剩余需投资
1	奇康路	岳阳城投本部	4.64	3.99	是	0.65
2	汴河园路		2.33	2.01	是	0.32
3	城市基础设施维护		0.46	0.46	是	0.00
4	金凤公寓		3.15	3.10	是	0.05
5	梅子柿安置房		0.17	0.14	是	0.03
6	分水垅路南段		2.61	0.78	是	1.83
7	置田庄路		5.33	1.79	是	3.54
8	金凤桥北路		10.67	7.64	是	3.03
9	瓦子坡路		0.22	0.21	是	0.01
10	党校改造		0.88	0.85	是	0.03
11	王家河流域综合治理一期	岳阳水投	29.99	13.57	是	16.42
12	雷峰山路等市政道路		1.10	0.82	是	0.28
合计		--	61.55	35.34	--	26.21

注：（1）公司未提供 2021 年 3 月末岳阳经开、洞庭开发公司在建及拟建基础设施项目情况；（2）由于四舍五入，部分加总数与合计数存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2021 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资
芭蕉湖康养小镇	13.00
合计	13.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是岳阳市棚户区改造项目最重要的承接主体；在建项目体量较大，均采用政府购买服务模式，大多处于建设后期，需关注其交付结算及购买服务价款的实际支付情况

公司棚户区改造项目主要由岳阳城投下属子公司岳阳市棚改投资有限责任公司（以下简称“岳阳棚改”）、岳阳经开及岳阳国资子公司洞庭开发公司负责。

岳阳棚改承接的棚户区改造项目主要采用政府购买服务模式，即岳阳棚改按照相关部门下达的棚户区改造项目计划开展融资和建设，享有购买服务的收益权，由岳阳市政府授权岳阳市住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）向其购买各服务项目，包括棚户区改造征地拆迁服务、货币化安置、棚改安置住房的筹集及棚改区改造公益性配套基础设施建设服务等。在建设期届满前，岳阳棚改的服务费用根据协议约定及其服务完成的进度进行核定，按照实际发生成本列入营业成本，同时按总

购买款的相应比例确认当期营业收入。建设期届满或者岳阳棚改完成项目建设内容后，经验收合格并经市财政局审核认定后，住建局再按照各协议约定的金额和支付计划完成财政性资金支付。岳阳经开承接的棚户区改造项目先后采用了政府委托建设模式和政府购买服务模式。2017 年之前，由经开区划拨土地，岳阳经开作为投资业主参与安置房开发建设，并与经开区管委会签署委托建设协议，经开区财政向项目划拨财政资金作为项目资本金，岳阳经开筹措剩余建设资金并开展建设；岳阳经开按工程完工进度和协议确认收入、成本，管委会根据委托建设协议书约定向公司支付项目回款、代建费及利息；安置房竣工验收合格后，由经开区拆迁安置办负责统一安置拆迁村民。2017 年及之后，岳阳经开承接的棚户区改造项目采用政府购买服务模式，由经开区管委会授权岳阳经济技术开发区建设交通局（简称“经开区交通局”）向其购买各服务项目，包括棚户区改造征地拆迁服务、货币化安置、棚改安置住房的筹集及棚改区改造公益性配套基础设施建设服务等；岳阳经开按工程完工进度和协议确认收入、成本；建设期届满或者岳阳经开完成项目相应工程进度后，经经开区交通局验收合格后，经开区交通局按照各协议约定的金额和支付计划完成财政性资金支付，此资金来源于经开区财政预

算。洞庭开发公司承接的棚户区改造项目分为政府购买服务及政府委托代建两种模式。政府购买服务模式，由岳阳市房管局与洞庭开发公司签订《政府购买服务协议》进行定向购买，政府支付相关服务费，并纳入岳阳市政府财政性资金，根据洞庭开发公司与岳阳市房管局的约定：项目建设期内，按完工进度确认收入，从项目完工结算之日起开始支付工程款，洞庭开发公司承建此类业务的收益率为8%左右。此外，洞庭开发公司部分项目与岳阳楼区政府签订委托代建框架协议，协议约定项目框架金额，并约定项目工程款由合同拆改投资款（包括融资利息）加计7%~15%的投资收益构成，并根据协

议约定在回款期逐年回款，回款总额根据拆迁安置成本、工程建设融资成本及项目收益构成。

公司是岳阳市最重要的棚户区改造项目承接主体，目前在建的棚户区改造项目总投资规模很大，均采用政府购买服务模式，服务费支付资金来源于岳阳市和经开区两级财政预算，业务稳定性较强。近年来受投资进度影响，公司确认的棚户区改造项目收入逐年下降；同时，中诚信国际注意到，公司棚户区改造项目大多处于建设后期，未来随着项目建设期届满，需关注其交付结算及购买服务价款的实际到位情况。

表 6：截至 2021 年 3 月末岳阳棚改在建的棚户区改造项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	建设期间	回款周期	总投资	已投资	资本金到位情况
岳阳市 2016 年棚户区改造建设项目（一期）	2016~2021	2016~2040	10.87	9.72	2.51
岳阳市 2016 年度旧城棚户区（城中村）改造建设项目	2016~2021	2016~2040	19.20	18.59	4.42
岳阳市中心城区五大片区棚户区（旧城）改造项目	2017~2021	2019~2034	111.99	111.34	25.76
岳阳市中心城区 2017~2018 年棚户区改造项目（一期）	2018~2021	2018~2033	84.17	72.38	19.86
合计	--	--	226.23	212.03	52.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司未确认土地整理收入，未来该业务开展具有不确定性；目前公司持有的可开发土地资源较充足，未来或将带来一定的开发收益

公司土地整理业务的经营主体为岳阳城投本部、岳阳水投和岳阳城投子公司岳阳经开；其中，岳阳城投本部和岳阳水投业务区域集中在主城区，岳阳经开业务区域集中在经开区。

岳阳城投本部和岳阳水投以自有资金完成征地、拆迁、配套基础设施建设之后，使土地成为可供出让的熟地，再交由岳阳市政府通过岳阳市国土资源局挂牌出让。岳阳经开接受经开区管委会委托对区内的主要工业园区土地进行征地、拆迁及五通一平的土地一级开发工作，完成后移交经开区管委会。

资金平衡方式方面，2016 年财综[2016]4 号文发布前，对于岳阳城投交由岳阳市国土资源局的土

地完成出让后，岳阳市财政局将土地出让金扣除相关费用后全额返还给公司。对于岳阳水投整理开发的土地，岳阳市财政局按年度支付完工成本加成一定比例作为其土地整理开发收入。对于移交经开区管委会的土地完成出让后，除上划中央和省级的收入（约占土地总收入的7%~10%）外，剩余部分土地出让收入全部返还至岳阳经开。2016 年财综[2016]4 号文发布后，公司未按上述业务模式开展新的土地整理开发业务。

2017 年以来公司未确认土地整理收入，未来该业务开展情况具有不确定性。截至 2021 年 9 末，公司存货中土地资产账面价值 243.77 亿元，主要为出让地，其中 90%以上为商业住宅用地，公司持有的土地资源较多，未来可通过自主开发或合作开发形式实现一定收益。

公司资产运营管理收入主要来源于旅游、自来水、

公交等板块，目前占营业总收入比重较小

公司资产运营管理收入主要来源于子公司旅游发展及幕阜山旅游运营的景点及旅行社业务，水务集团运营的自来水业务和公交集团运营的公交业务；其中，水务集团和公交集团为 2019 年新并入的子公司，其业务开展对公司收入和现金流有一定的贡献。但整体来看，公司经营性业务收入占营业总收入比重较小。

此外，公司有 1 个在建、1 个拟建自营项目，在建项目为洞庭南路历史文化街区一期，项目规划总用地面积 330.84 亩，截至 2021 年 3 月末，项目计划总投资 15.80 亿元，已投资 4.78 亿元，预计于 2022 年底完工。主要建设内容包括历史文化街区建筑改造工程、历史文化街区沿洞庭湖岸线生态修复工程、历史文化街区基础设施提质改造工程等，拟通过商业建筑出售、其他建筑租赁、停车费和广告收入实现收益。拟建项目为临港新区创业创新基地，规划用地面积约 1,531.75 亩，拟规划建设创业研发中心、创业园、物流园、创业服务中心等功能板块，预计总投资 15.00 亿元，预计 2021 年 4~12 月投资 9.40 亿元。拟通过出租及出售厂房、综合服务用房和生活配套用房、收取物业费及停车费等方式实现收益。

战略规划及管理

公司建立了相对完善的法人治理结构，未来继续推进岳阳市城市建设和运营，同时发展产业基地、旅游等重点项目

公司建立了由股东会、董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。实际管理上，各子公司具备相对独立的经营管理和财务管理模式。除岳阳经开及岳阳国资以外，其他子公司重大的投融资项目必须取得公司的同意，同时公司向子公司委派高级管理人员，以实现对其的有效管理和控制。

未来公司将继续推进岳阳市城市基础建设，发

挥城市建设主力军作用。同时，公司将推进临港新区创业创新基地等实业发展；构建由天岳幕阜山、君山爱情岛、岳阳楼等景区为基础，集文化、旅游、商业为一体的大旅游体系；利用高铁新城片区优越的交通地理优势，采用合作形式打造集金融贸易、体育文化、商务办公、高端住宅、综合商业于一体的高铁新城片区金融商贸圈；全力构建新型智慧城市建设和运营体系，全面整合智能交通、智慧消防、智慧停车、智慧旅游等重点项目资源。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表。各期财务报告均按照新会计准则编制，分析时各年度财务数据采用审计报告期末数，2021 年三季度财务数据为 2021 年三季度财务报表期末数。

盈利能力

近三年公司营业收入逐年下降，营业毛利率呈小幅波动态势；同时，期间费用较高，对利润存在一定的侵蚀；经营性业务利润逐年下降，且对政府补助依赖程度很高

公司营业收入主要由基础设施建设收入和棚户区改造项目收入构成，近三年由于基础设施项目结算进度较慢，以及棚户区改造项目处于建设后期、剩余未结算部分较少，公司营业收入逐年下降。此外，2019 年公司资产运营管理收入除往年的景点及旅行社经营收入外，新增自来水、公交经营收入，故当期增幅较大。毛利率方面，近年来公司营业毛利率呈小幅波动态势。其中，基础设施建设业务毛利率逐年下降，主要系各项目约定收益比例存在差异所致；2020 年受益于土地征拆、安置成本有所下降，棚户区改造业务毛利率有所提升；资产运营管理业务毛利率波动较大，其中 2019 年降至为负，主要系新增亏损的公交业务以及旅游板块经营情况

下滑所致，2020 年由负转正至 25.50%，主要系水务和公交客运业务毛利率上升所致；此外，2020 年公司其他业务毛利率较上年大幅增长，但该业务收入占比较小，对公司利润贡献有限。2021 年 1~9 月，公司毛利率小幅下降。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.9
基础设施建设	28.54	26.52	18.73	18.63
棚户区改造	13.34	13.95	17.47	18.31
资产运营管理	2.03	-3.83	25.50	10.12
其他	29.17	42.11	92.60	-6.57
营业毛利率	20.85	18.95	19.35	15.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司业务性质决定其销售费用较小，期间费用主要由管理费用和财务费用构成。公司管理费用主要系职工薪酬及折旧、摊销费用等，近年来随着公司合并范围增加而逐年增加，其中 2019 年增幅较大；而财务费用呈现小幅波动。但是，近三年随着营业总收入逐年下降，公司期间费用率增长较快，期间费用整体较高。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，近年来呈下降趋势。其中，公司营业收入逐年下降，且期间费用逐年增加、对利润侵蚀加重，导致经营性业务利润呈逐年下降趋势。公司经营性业务利润主要来源于基础设施项目资金补助、公交集团车辆购置补贴等政府补助，2018~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司分别收到政府补助 0.20 亿元、3.46 亿元、2.70 亿元及 2.30 亿元，公司经营性业务利润对政府补助的依赖程度很大。公司投资收益主要系对岳阳市能源、金融、房地产等行业公司股权投资而取得的收益，不确定性较大。此外，2018~2019 年，公司坏账损失较大，主要系对岳阳市道路发展建设有限公司、岳阳市住房和城乡建设局、岳阳市岳阳楼区城市建设投资有限公司等单位借出款项及往来款的计提坏账。

近年来，政府实际支付的基建及棚改项目款项较少，但由于营业收入逐年下降，公司收现比指标呈增长趋势；同时，随着基础设施项目减少及棚户区改造项目进入建设尾期，公司基础设施项目、棚

户区改造项目投资支出有所放缓，付现比逐年下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
营业总收入	57.40	52.09	41.28	34.60
期间费用合计	6.33	9.46	9.64	6.90
期间费用率(%)	11.03	18.16	23.36	19.93
经营性业务利润	5.63	3.50	0.66	0.39
其中：其他收益	0.20	3.46	2.70	2.30
资产减值损失	-2.37	-2.01	0.24	0.58
营业外损益	-0.14	1.38	0.58	-0.02
投资收益	3.32	0.70	1.70	0.46
利润总额	6.43	3.57	3.18	1.41
收现比（X）	0.34	0.36	0.60	0.59
付现比（X）	2.51	1.31	0.81	1.01

注：其他收益主要来源于政府补贴。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

随着业务持续推进及股权划拨，公司资产规模逐年增长，其中 2021 年岳阳国资纳入公司合并范围推动公司资产及债务规模均大幅增长；以土地和开发成本为主的存货占比较高，资产流动性较弱；此外，公司应收类款项规模较大且持续增加，对公司资金占用较为严重，需关注其回收安排

随着业务持续推进、政府无偿划拨水务集团、公交集团、岳阳市国有资产经营有限责任公司（以下简称“岳阳国资”）等公司股权及国有资产，公司资产规模逐年增长；公司资产以流动资产为主，各期流动资产占总资产比重达 80% 以上。

公司流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。其中，公司存货占总资产比重较高，主要系少量库存商品、土地资产以及市政工程、棚改项目建设和土地整理过程中形成的开发成本，近年来随着项目的持续投入而逐年增加；截至 2021 年 9 月末，存货占总资产比重为 56.25%，其中土地资产和开发成本分别为 243.77 亿元和 395.28 亿元。此外，公司无形资产主要系土地使用权。公司货币资金逐年下降，截至 2021 年 9 月末为 63.09 亿元，其中因资金监管等原因受限的货币资金为 7.13 亿元。

公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，近年来逐年增加。公司资本公积主要系岳阳市国资委无偿划转旅游发展、岳阳城投、水务集团、岳阳国资等公司股权和无偿划转君山公园、岳阳市岳阳楼景区管理委员会等单位所属国有资产形成的资本溢价以及岳阳水投的土地评估增值；其中，2018年末同比增加13.21亿元，主要系岳阳水投的土地评估增值所致；2019年末同比增加13.49亿元，主要原因是岳阳城投从国开（北京）新型城镇化发展基金二期（有限合伙）（以下简称“国开基金”）回购岳阳棚改12.50%的股权而引起公司合并口径的资本公积增加5.54亿元，以及岳阳市国资委无偿划拨水务集团股权增加资本公积7.95亿元；2020年末同比增加63.99亿元，其中，公司收到岳阳市机关事务管理局无偿划转的君山公园、岳阳市岳阳楼景区管理委员会和岳阳市洞庭湖博物馆所属国有资产增加资本公积22.72亿元，岳阳城投从国开基金及岳阳市国储投资有限公司分别回购岳阳棚改12.50%的股权和岳阳水投41.67%的股权而引起公司合并口径的资本公积分别增加5.54亿元和28.76亿元，岳阳经开将收到的财政拨付资金和财政承担的所得税补充资本金、从而增加资本公积6.67亿元；2021年9月末，公司资本公积较上年末增加71.67亿元，主要系岳阳市国资委无偿划转岳阳国资90%股权所致。公司少数股东权益主要系幕阜山旅游、水务集团、公交集团、国泰养老等非全资子公司的少数股东权益，2020年末，公司少数股东权益同比减少37.22亿元，主要系当期岳阳水投和岳阳棚改成为公司全资子公司以及子公司岳阳广通维修有限公司注销所致。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	128.98	125.59	65.05	63.09
存货	428.84	473.89	521.60	642.03
应收账款	97.39	119.95	124.24	142.47
其他应收款	37.74	52.45	42.99	50.03
无形资产	36.08	43.19	62.01	62.19
长期应收款	29.31	27.24	24.45	30.21
长期股权投资	8.38	14.81	16.17	22.74
资本公积	149.45	162.94	226.93	298.60

未分配利润	31.96	34.04	36.55	38.28
少数股东权益	45.49	49.83	12.61	29.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债中90%以上为有息债务。近年来公司所有者权益逐年增加，但由于债务规模较大，导致总资本化比率持续处于高位；2020年末，公司总债务规模较上年有所减少，加之所有者权益保持增长，推动总资本化比率有所下降；2021年9月末，公司所有者权益及总债务均较上年末增长，但由于所有者权益增幅较大，使公司总资本化比率下降至65.47%。公司债务结构以长期债务为主，近三年短期债务/总债务比值有所波动，但仍处于较低水平，债务结构较为合理。

资产收益性方面，公司资产中棚户区改造项目的开发成本规模较大，此类资产收益性较弱；同时，公司持有自来水、公交等能产生稳定现金流的资产；此外，近年来公司长期股权投资逐年增长，主要系对岳阳岳茂建设投资有限公司、岳阳和城置业有限公司、湖南岳阳农村商业银行股份有限公司等公司的股权投资，公司每年获得一定投资收益，但规模较小。整体来看，公司资产收益性一般。资产流动性方面，公司虽然流动资产占比高，但流动资产中大部分为变现能力较弱的土地和开发成本，资产流动性较弱；此外，公司流动资产中回收时间不确定的应收类款项规模较大，资金占用比例较高。

近年来公司应收类款项呈波动态势，截至2021年9月末，应收类款项余额为22.27亿元，占总资产的19.51%，占比较高。公司应收类款项包括应收账款、其他应收款和长期应收款。其中，应收账款规模较大、欠款方集中，主要系应收住建局的棚改项目回款和应收岳阳经开区财政局的委托代建款，近年来逐年增加。其他应收款主要系拆出给岳阳市政府相关部门及其他国有企业的款项和往来款，回收较慢，造成一定的资金占用，且面临资产减值风险。长期应收款主要系棚改转贷资金及少量拆出资金和融资保证金；其中，棚改转贷资金来源于国家开发银行授予岳阳棚改的统借统还棚改贷款，由岳阳棚改将其转贷给岳阳市岳阳楼经济建设投资有

限公司、岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司等公司。

表 10：近年来资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
总资产	796.36	911.01	924.84	1,141.46
所有者权益合计	228.68	248.56	277.62	367.95
短期债务	83.02	144.63	88.42	116.27
总债务	534.50	610.02	594.46	697.48
总资本化比率（%）	70.04	71.05	68.17	65.46
短期债务/总债务（X）	0.16	0.24	0.15	0.17
应收类款项/总资产（%）	20.65	21.91	20.73	19.51

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近三年公司经营活动现金流及投资活动现金流持续净流出，筹资活动净现金流波动较大；同时，公司债务规模很大，偿债指标整体表现较弱，面临较大的偿债压力

公司经营活动现金流主要系基础设施项目建设、棚户区改造、土地整理等主营业务以及财政补贴产生，2018~2019 年净流出规模较大，主要系开发投资支出较多，但回款较少所致，2020 年净流出规模较上年大幅减少，主要系开发投资支出及支付关联方往来款均大幅减少所致。同时，公司投资活动现金流亦呈净流出状态，主要系由股权投资、购买理财产品而产生。公司业务开展及债务偿付较依赖于外部筹资活动，而外部筹资主要系由公司本部及各子公司通过银行借款及发行债券共同进行，近三年筹资活动净现金流波动较大，其中 2020 年公司融资规模较上年大幅增加，但主要用于偿还到期债务或置换其他高息、期限较短的存量债务，故筹资活动净现金流呈净流出状态。2021 年 1~9 月，公司融资规模仍较大，筹资活动现金流入 171.33 亿元，其中发行债券收到现金为 74.50 亿元，筹资活动净现金流由 2020 年净流出转为净流入。

近年来公司营业收入逐年下降，加之债务保持较大规模，EBITDA 对债务本息的覆盖能力整体较弱；同时，公司经营活动净现金流持续为负，无法

覆盖债务本息。此外，公司短期债务规模呈波动态势，货币资金逐年减少，2018~2020 年货币资金/短期债务指标逐年下降；截至 2021 年 9 月末，货币资金/短期债务下降至 0.54 倍，公司面临一定的短期债务压力。公司债务规模较大，2021 年 4~12 月、2022 年及 2023 年，公司到期债务规模¹分别为 56.15 亿元、147.03 亿元和 55.85 亿元，公司 2022 年面临较大的偿债压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.9
销售商品、提供劳务收到的现金	19.34	18.74	24.89	20.43
购买商品、接受劳务支付的现金	114.21	55.27	27.07	29.73
经营活动净现金流	-84.72	-62.55	-3.82	-16.00
投资活动净现金流	-4.40	-0.17	-7.69	-2.04
筹资活动净现金流	29.40	60.19	-46.99	8.97
EBITDA	12.88	11.81	13.55	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-3.22	-2.77	-0.19	--
总债务/EBITDA	41.50	51.67	43.86	--
EBITDA/短期债务	0.16	0.08	0.15	--
货币资金/短期债务	1.55	0.87	0.74	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数	0.49	0.52	0.68	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司备用流动性一般；存在一定规模的受限资产；对外担保规模较大，被担保企业主要为岳阳市及下属区县的国有企业，代偿风险相对可控

截至 2021 年 9 月末，公司获得的银行授信总额为 602.50 亿元，剩余额度为 159.21 亿元，备用流动性一般。

截至 2021 年 9 月末，公司受限资产合计 100.93 亿元，占同期末总资产的 8.84%；其中，受限资产主要为应收账款、无形资产等。

表 12：截至 2021 年 9 月末公司受限资产明细（亿元）

项目	账面价值
应收账款	76.36
可供出售金融资产	0.47
固定资产	0.25
无形资产	7.73
长期应收款	9.00
货币资金	7.13
合计	100.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹公司到期债务中不包含应付票据。

截至 2021 年 9 月末,公司对外担保余额为 63.68 亿元,占同期末净资产的 17.31%;公司对外担保规模较大,被担保企业主要系岳阳市及下属区县的国有企业,代偿风险相对可控。

表 13: 截至 2021 年 9 月末公司对外担保情况 (亿元)

被担保人	担保余额
岳阳市交通建设投资集团有限公司	6.15
开元发展华容投资有限责任公司	7.87
湖南轩达建设投资有限公司	5.40
岳阳南湖城市建设投资有限公司	19.76
岳阳三荷机场投资建设管理有限公司	4.00
岳阳市巴陵书香创客馆项目管理有限公司	0.48
岳阳市南湖宾馆	0.07
湖南洞庭资源控股有限公司	15.00
平江县供水枢纽建设开发有限公司	4.95
合计	63.68

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业信用报告》,截至 2021 年 12 月 17 日,公司本部无未结清不良信贷信息,无欠息信息,未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

外部支持

支持能力

岳阳市为“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市,2020 年经济生产总值在湖南省 14 个地市(州)中位居第二,同时近年来经济、财政实力稳步增强,具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

支持意愿

公司是岳阳市城市建设领域最重要以及资产规模最大的国有企业,具有组织岳阳市国有资本运营、行使国有资本投资职能,地位突出;其下属子公司岳阳城投、岳阳水投承担了主城区的基础设施建设与开发任务,同时,岳阳城投子公司岳阳经开承担了经开区的建设开发任务,业务具有区域垄断优势。

从历史获得的支持情况来看,主要体现为岳阳市政府在业务经营、资产划拨、政府补助等方面给

予的支持:1)公司在建的基础设施和棚户区改造项目均与政府签订相关协议,由政府或相关部门分期支付给公司相应的项目款,此外,根据《岳阳市人民政府关于同意组建岳阳市城市建设投资集团有限公司的批复》(岳政函〔2012〕74 号),岳阳市政府赋予公司土地一级市场整理开发职能。2)2017 年,岳阳市国资委将持有的旅游发展 51%股权和岳阳城投 100%股权无偿划拨给公司;2019 年,岳阳市国资委将持有的水务集团 51%股权和公交集团 51%股权无偿划拨给公司;2021 年 4 月,岳阳市国资委将持有的岳阳国资 90%股权无偿划拨给公司。3)政府先后向公司及其子公司注入大量的土地资产,截至 2021 年 9 月末,公司存货中土地资产账面价值合计 243.77 亿元,其中 90%以上来源于政府注入。4)2018~2020 年及 2021 年 1~9 月,公司获得政府补助分别为 0.20 亿元、3.86 亿元、3.40 亿元和 2.30 亿元。

中诚信国际认为,公司作为岳阳市城市建设领域最重要以及资产规模最大的国有企业,地位突出,业务具有区域垄断优势;同时考虑到公司历年来获得的支持记录,预计未来公司将继续承担岳阳市城市基础建设职能,并获得岳阳市政府的各项支持。

评级结论

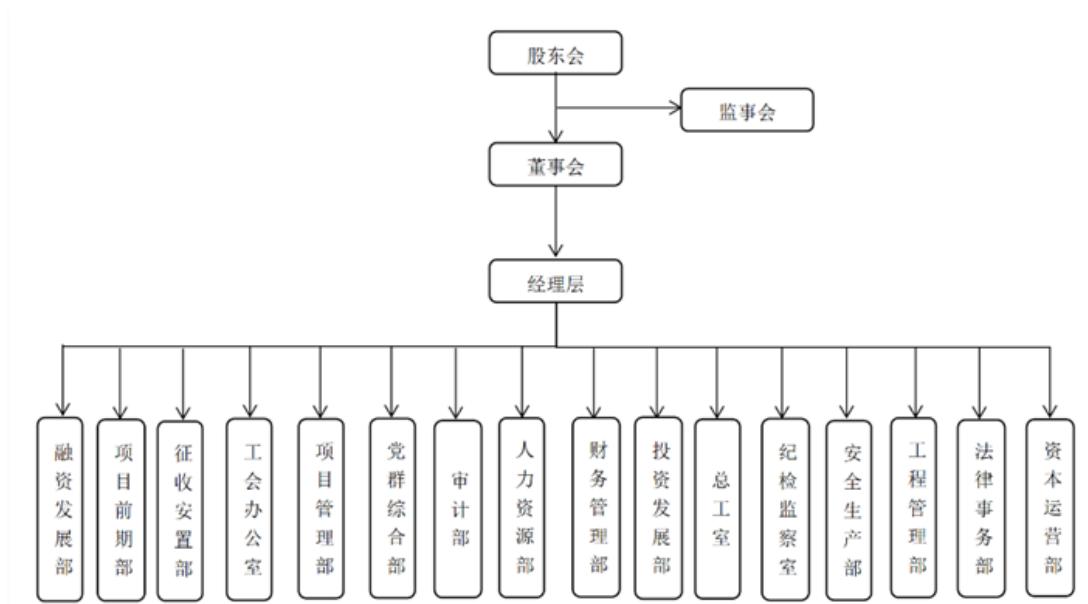
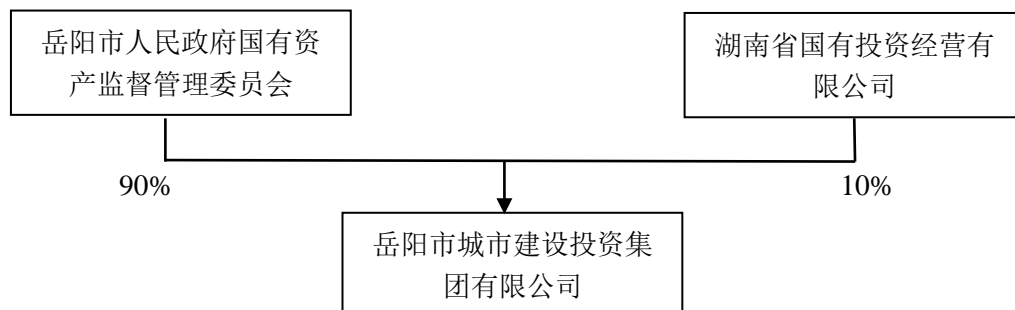
综上所述,中诚信国际评定岳阳市城市建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**,评级展望为稳定;评定“2022 年岳阳市城市建设投资集团有限公司社会领域产业专项债券”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于 2022 年岳阳市城市建设投资集团有限公司 社会领域产业专项债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：岳阳市城市建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：岳阳市城市建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	1,289,842.43	1,255,917.80	650,450.24	630,853.68
应收账款	973,867.38	1,199,475.85	1,242,389.01	1,424,661.71
其他应收款	377,407.07	524,454.20	429,919.73	500,282.52
存货	4,288,439.06	4,738,873.34	5,215,993.76	6,420,312.97
长期投资	152,316.69	216,320.01	191,682.88	258,817.07
在建工程	63,378.38	115,551.44	286,771.13	406,733.04
无形资产	360,760.13	431,931.54	620,118.29	621,946.23
总资产	7,963,576.81	9,110,139.09	9,248,410.60	11,414,593.00
其他应付款	108,038.32	154,490.23	198,915.74	263,470.94
短期债务	830,238.74	1,446,250.90	884,226.13	1,162,702.39
长期债务	4,514,779.56	4,653,953.35	5,060,377.40	5,812,069.70
总债务	5,345,018.31	6,100,204.25	5,944,603.53	6,974,772.09
总负债	5,676,805.06	6,624,569.15	6,472,227.58	7,735,056.88
费用化利息支出	52,788.29	58,249.01	51,706.59	--
资本化利息支出	210,364.94	167,651.40	146,236.25	--
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	454,933.73	498,327.82	126,137.99	295,409.30
所有者权益合计	2,286,771.75	2,485,569.94	2,776,183.03	3,679,536.12
营业总收入	573,993.37	520,904.85	412,805.26	345,986.61
经营性业务利润	56,285.34	34,969.47	6,561.11	3,859.56
投资收益	33,211.14	6,995.43	16,977.60	4,591.87
净利润	48,871.17	24,308.97	20,323.89	8,254.95
EBIT	117,138.13	93,958.40	83,491.68	--
EBITDA	128,801.12	118,060.88	135,531.98	--
销售商品、提供劳务收到的现金	193,424.66	187,350.00	248,856.45	204,349.70
收到其他与经营活动有关的现金	381,668.73	451,321.14	463,776.24	337,864.71
购买商品、接受劳务支付的现金	1,142,050.65	552,664.40	270,666.56	297,314.73
支付其他与经营活动有关的现金	270,805.56	675,983.27	435,384.31	361,067.67
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	16,250.55	0.00
资本支出	33,049.99	47,834.30	79,722.30	99,907.87
经营活动产生现金净流量	-847,227.12	-625,500.64	-38,209.91	-160,016.27
投资活动产生现金净流量	-43,950.16	-1,689.35	-76,943.55	-20,393.70
筹资活动产生现金净流量	293,966.21	601,935.37	-469,926.15	89,660.70
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率（%）	20.85	18.95	19.35	15.18
期间费用率（%）	11.03	18.16	23.36	19.93
应收类款项/总资产（%）	20.65	21.91	20.73	19.51
收现比（X）	0.34	0.36	0.60	0.59
总资产收益率（%）	1.54	1.10	0.91	--
资产负债率（%）	71.28	72.72	69.98	67.76
总资本化比率（%）	70.04	71.05	68.17	65.46
短期债务/总债务（X）	0.16	0.24	0.15	0.17
FFO/总债务（X）	0.02	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数（X）	0.38	0.51	0.56	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-3.22	-2.77	-0.19	--
总债务/EBITDA（X）	41.50	51.67	43.86	--
EBITDA/短期债务（X）	0.16	0.08	0.15	--
货币资金/短期债务（X）	1.55	0.87	0.74	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.49	0.52	0.68	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及 2021 年未经审计的三季度财务报告整理；2、分析时各年度财务数据均采用审计报告期末数，2021 年三季度财务数据采用财务报表期末数；3、公司未提供 2021 年 1~9 月现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际将公司各期末长期应付款中的带息债务计入长期债务，将各期末其他流动负债及其他应付款中的带息债务计入短期债务，将各期应付票据计入短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入—营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。