



湘乡市东山投资建设开发有限公司2022年 县城新型城镇化建设专项企业债券信用评级报告

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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



湘乡市东山投资建设开发有限公司 2022年县城新型城镇化建设专项企业债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
本期债券信用等级	AAA
评级日期	2022-12-08

评级观点

- 中证鹏元评定湘乡市东山投资建设开发有限公司（以下简称“湘乡东投”或“公司”）本期拟发行规模为 4.00 亿元县城新型城镇化建设专项企业债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司是湘乡市主要的基础设施建设投融资主体，外部环境较好，公司业务持续性较好，获得的外部支持力度较大且湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，面临较大的资金压力和短期债务压力，并且面临一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：拟发行规模为 4.00 亿元，其中基础发行额为 2.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元

发行期限：7 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3-7 年每年分别偿还 20% 本金。若投资者行使回售选择权，则自债券存续期第 4-7 年末，分别按照剩余债券每百元本金值的 20% 的比例偿还债券本金。

发行目的：用于湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目

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

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。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	2022.09	2021	2020	2019
总资产	282.48	278.23	270.29	262.09
所有者权益	214.86	213.78	211.48	209.75
总债务	57.69	60.38	55.09	49.79
资产负债率	23.94%	23.16%	21.76%	19.97%
现金短期债务比	0.02	0.03	0.26	0.53
营业收入	10.74	14.41	14.76	15.17
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.08	2.30	1.73	2.13
销售毛利率	16.58%	20.46%	16.66%	16.57%
EBITDA	--	3.35	2.17	2.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.94	0.59	0.59
经营活动现金流净额	3.89	-1.32	-2.72	8.33

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
wangqy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- **湘乡市经济总量保持较快增长，园区经济发展迅速，外部环境较好。**近年湘乡市经济总量保持较快增长，2019-2021 年 GDP 规模分别为 483.04 亿元、500.24 亿元和 545.60 亿元，增速分别为 7.8%、4.1%和 8.4%。省级工业园区湘乡经开区发展迅速，固定资产投资累计逾 200 亿元，形成了以机械装备、医疗器械、电子电器、皮革加工及绿色食品等为主的产业规模，引进入区企业 200 余家。
- **公司业务持续性较好。**公司主要负责湘乡市基础设施建设和土地整理任务，截至 2021 年末，公司主要在建代建项目总投资规模较大，账面尚有较多未结算的工程建设成本和土地开发成本，业务持续性较有保障。
- **公司持续获得股东支持。**2018-2021 年，公司持续在资产注入、股权划转等方面获得外部大力支持，合计增加资本公积 36.73 亿元，有效提升了其资本实力，同时，2018-2019 年公司持续获得一定规模的政府补助，有效提升了其利润水平。
- **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。**经中证鹏元评定，湖南担保主体信用等级为 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

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要以土地资产、工程施工和土地开发成本为主，截至 2021 年末，土地资产占总资产比例较高，且大部分土地资产已被用于抵押，难以集中变现。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大。
- **公司债务压力较大，且短期债务压力有所加重。**近年公司总债务规模持续增长，占总负债比例较大，短期债务占比提升，现金短期债务比持续下降，EBITDA 利息保障倍数仍较低。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年 9 月末，公司对外担保规模较大，对外担保对象均为国有企业，但均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
湘乡东山投	湘乡市重要的城市基础设施开发主体	278.23	213.78	14.41
湘乡城投	湘乡市重要的开发建设主体	211.28	140.07	12.15
湘乡经开投	湘乡经开区内城市基础设施建设及土地开发整理主体	135.52	100.71	4.60

注：（1）湘乡城投为湘乡市城市建设投资开发有限公司的简称、湘乡经开投为湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2021 年末/2021 年数据。

资料来源：中证鹏元评级报告，Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是湘乡市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，湘乡市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与湘乡市政府的联系非常紧密以及对湘乡市政府非常重要。同时，中证鹏元认为湘乡市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/17 湘 东山债/PR 湘东山	2022-06-27	蒋申、张涛	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）	阅读全文
AA/稳定	AAA/17 湘 东山债/PR 湘东山	2019-06-28	邓艰、钟继鑫	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA+/17 湘 东山债/PR 湘东山	2017-07-13	张晓辉、刘红	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文



一、发行主体概况

公司原名湘乡市东山旅游投资开发有限公司，由湘乡市财政局、湘乡市东山学校旧址管理所、湘乡市园林管理处和湘乡市东台山国家森林公园管理处于2009年8月21日共同出资设立，设立时注册资本为10,000万元。2010年5月6日，湘乡市东山学校旧址管理所通过股权转让退出股东会，同时公司名称变更为湘乡市东山红色旅游投资开发有限公司（以下简称“红色旅游”）。2010年11月8日，红色旅游注册资本从10,000万元减少至3,000万元，减资后，湘乡市园林管理处、湘乡市东台山国家森林公园管理处退出股东会。2010年11月23日，红色旅游注册资本从3,000万元增加至5,200万元，增加的2,200万元注册资本由湘乡市湘房房地产开发有限公司、陈月桂、陈敏、刘劲松等13名新股东缴纳，同时公司更名为现名。

2014年12月4日，湘乡市湘房房地产开发有限公司、陈月桂、陈敏、刘劲松等13名股东将所持有的公司全部股权转让给湘乡市惟楚实业有限公司。2015年1月19日，公司注册资本从5,200万元增加至10,000万元，增资后湘乡市财政局和湘乡市惟楚实业有限公司分别持有公司55%、45%的股权。2015年6月29日，湘乡市惟楚实业有限公司将其持有的26%的股权转让给湘乡市财政局，股权转让后湘乡市财政局和湘乡市惟楚实业有限公司分别持有公司81%、19%的股权。

截至2022年11月末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，公司股东为湘乡市财政局和湘乡市惟楚实业有限公司，湘乡市惟楚实业有限公司实际控制人为湘乡市财政局，公司控股股东及实际控制人为湘乡市财政局，直接和间接持股比例合计为100%，股权结构图如附录二所示。

公司为湘乡市重要的城市基础设施开发主体，主要负责湘乡市区内的工程代建和土地整理等业务。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的子公司共6家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2022年湘乡市东山投资建设开发有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券；

发行规模：本期债券计划发行规模为4.00亿元，其中基础发行额为2.00亿元，弹性配售额为2.00亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率，在债券存续期的第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3-7年每年分别偿还20%本金，当期利息随本金一起支付。如投资者行使回售选择权，自债券存续期第4年至第7年，公司分别按照剩余债券每百元本金值的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的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为4.00亿元，其中基础发行额为2.00亿元，弹性配售额为2.00亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

未行使弹性配售选择权			
项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目	8.72	2.00	22.93%
合计	-	2.00	-
行使弹性配售选择权			
项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目	8.72	4.00	45.86%
合计	-	4.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容

湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目位于湘乡市经开区红仑大道与振湘路交汇处。项目建设内容包括标准厂房、宿舍楼（宿舍楼投资金额为6,451.20万元，占总投资比例7.40%，建设面积30,720.00平方米，占比11.04%，主要为入驻企业职工提供住宿）、附属用房等主体建设工程，以及配套的水电、绿化等附属工程（绿化建设附属工程项目投资规模为544.68万元，投资金额占比为0.62%；建筑面积22695.11平方米，占总面积比例为8.16%，主要为园区内部道路、主体建筑等附属绿化工程，为公共配套设施建设）。项目规划总用地面积151,300.76m²（合226.95亩），总建筑面积278,180.00m²，其中：标准厂房244,860.00m²（8栋，4层；9栋，5层），4栋6层宿舍楼30,720.00m²，附属用房2,600.00m²（连廊、门卫、泵房等）。计容建筑面积278,180.00m²，建筑基底面积59,830.00m²，建筑密度39.54%，容积率1.84，绿地率15.00%。停车位609个，充电桩122个。

项目总投资87,229.09万元，其中拟使用本期债券募集资金40,000.00万元¹，其余为项目资本金。项目建设期为2年，截至2022年9月末，项目已投资15,322.36万元。

2、项目的审批、核准或备案情况

本期债券募投项目审批情况见下表。

表2 本期债券募投项目批复情况

序号	批准文件	批准/备案文号	批准/备案部门	批文日期
1	建设工程规划许可证	建字第 43038120210706R01号	湘乡市自然资源局经开区分局	2021年7月7日

¹ 本期债券募集资金不用于募投项目关于宿舍楼、绿化工程项目建设。



2	建设用地规划许可证	地字第 43038120210706R01 号	湘乡市自然资源局 经开区分局	2021 年 7 月 7 日
3	关于湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目可行性研究报告的批复	湘乡发改经开审批【2021】 22 号	湘乡市发展和改革 局	2021 年 7 月 2 日
4	建设项目用地预审与选址意见书	用字第 43038120210628R11	湘乡市自然资源局	2021 年 6 月 30 日
5	关于湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目无需办理环评手续的情况说明	-	湘潭市生态环境局	2021 年 7 月 20 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

本期募投项目建成后将由公司运营。根据公司提供的经宏城国际工程咨询有限公司编制的《湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目可行性研究报告》（以下简称“项目可行性研究报告”），项目收入包括销售收入、出租收入、物管收入、停车位出租收入、广告位出租收入、充电桩充电服务费收入。

销售收入方面，项目标准厂房计划70%用于销售，分5年销售，第3-7年销售比例分别为15%、15%、15%、15%、10%。销售定价保守按4,000.00元/平方米测算。

出租收入方面，该项目标准厂房当年未销售部分（不含当年计划销售面积）用于出租，宿舍楼全部用于出租。标准厂房租金按24元/平方米*月计算，宿舍楼租金按18元/平方米*月计算。

物管收入方面，标准厂房根据累计销售的面积和当年出租的面积按1.20元/平方米*月计算，宿舍楼根据当年的出租面积按1.50元/平方米计算。

停车位出租收入方面，项目停车位第3-5年各年出租率分别为60%、70%、90%，第6年后保持第5年的出租水平。租金按200元/个*月计算。

广告位出租收入方面，项目拟立柱广告位15根，大牌广告位12面，LED显示屏广告位6块。广告位出租率均按80%计算。立柱广告租金按14万元/根*年，大牌广告位16万元/面*年，LED显示屏广告位18万元/块*年。

充电桩充电服务费收入方面，项目配建充电桩122个，快充和慢充按7:3配置，每天充电按3小时计算，日充电量为 $3 \times (40 \times 70\% + 7 \times 30\%) = 90.3$ 千瓦时。

项目计算期20年总收入14.11亿元，项目全部投资所得税后财务内部收益率为6.34%。债券存续期内可实现项目收入9.25亿元，本期债券募投项目剔除宿舍楼、绿化工程建设内容后，投资额比例和项目收益覆盖情况仍符合要求，但需要关注募投项目实际建设进度及租售情况低于预期所导致的项目收入及盈利不达预期的风险。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济持续复苏，2022 年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，



财政货币政策着力扩需求

2021 年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022 年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022 年 1-8 月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8 月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期 LPR 利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

2019-2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来经济下行压力加大，城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

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，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，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”。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。

2021 年，随着 2020 年疫情影响的缓解，经济形势好转，稳增长压力减轻，监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。

2022 年以来，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管有保有压。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

目前国内外经济形势仍较为复杂严峻，后续政策重心仍是稳增长，同时平衡好风险防范和处置工作，预计城投融资监管将保持合理适度，城投公司合理融资需求仍有一定保障。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，部分地区城投公司非标违约和技术违约等风险事件时有发生，城投区域分化加剧，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

湘乡市交通便利，矿产资源丰富，多年发展中逐步形成了以冶金、建材、食品、机电、化工、制革为主体的现代工业格局，近年经济总量保持较快增长，园区经济发展迅速，未来发展潜力可期，但财政自给能力偏弱

区位特征：湘乡市是长株潭城市群资源节约型、环境友好型社会建设综合配套改革实验区，交通便利，矿产资源丰富。湘乡市位于湖南省中部，北邻韶山 22 公里，东距长沙 80 公里，为湘潭市下辖 5 个区、市、县之一，是长株潭城市群资源节约型、环境友好型社会建设综合配套改革实验区，总面积 1,966.21 平方公里，下辖 3 乡 15 镇 4 个街道办事处。湖南湘乡经开区为省级园区，处于长株潭“两型社会”建设核心试验区范围。湘乡市交通便利，沪昆高速铁路、湘黔铁路、洛湛铁路、上瑞高速公路、长韶娄高速、320 国道、娄湘高等级公路、湘柘公路横贯全市东西南北。湘乡矿产资源丰富，现已勘明优质矿藏 30 多种，“棋梓灰岩”、含锌天然矿泉水、白云石、矽石、石膏、滑石、铁、锰等质优量多。根据第七次全国人口普查数据，截至 2020 年 11 月 1 日，湘乡市常住人口为 73.01 万人，相比 2010 年 78.82 万人有所下降。

图 1 湘乡市区位图



资料来源：百度地图

经济发展水平：湘乡市近年总体经济保持较快增长，园区经济保持快速发展，固定资产投资对经济拉动作用较大。湘乡市为长株潭城市群两型试验区重要的工业基地和休闲旅游城市，近年经济总量稳步增长，2021 年经济总量在湖南省 122 个区县中排名第 16，实现地区生产总值 545.60 亿元，同比增长 8.4%，增速高于湖南省及全国平均水平，2022 年 1-9 月，实现地区生产总值绝对额 417.9 亿元，增速 6.1%。从产业结构来看，湘乡市以第二、第三产业为主，三次产业结构由 2019 年的 11.9: 49.1: 39.0 调整为 2021 年的 12.6: 52.8: 34.5，第一、二产业占比有所提升。其中，固定资产投资向好，对经济拉动

作用大。2021 年湘乡市固定资产投资同比增长 13.6%，省级工业园区湘乡经开区发展迅速，固定资产投资累计逾 200 亿元，2021 年建筑业总产值完成 137.16 亿元，同比增长 15.8%，实现增加值 52.23 亿元，同比增长 11.4%，对 GDP 贡献率 4.3%。2021 年湘乡市人均地区生产总值 75,318 元，为全国人均生产总值的 93.01%。

表 3 2021 年湘潭市各区县（县级市）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
雨湖区	702.06	7.8%	11.39	10.12	-
岳塘区	648.5	7.6%	13.41	10.90	34.23
湘潭县	546.40	8.2%	6.89	17.90	44.07
湘乡市	545.60	8.4%	7.53	15.76	-
韶山市	105.89	7.9%	10.23	6.9	-

注：1）人均 GDP=2021 年 GDP/2020 年 11 月 1 日第七次全国人口普查数据，其中湘乡市、韶山市人均 GDP 为 2021 年统计公报数据；2）“-”表示数据未公开披露；3）其中湘潭县 2021 年一般公共预算收入及政府性基金收入为预计数。

资料来源：各地统计局及财政局网站，中证鹏元整理

表 4 湘乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	545.60	8.4%	500.24	4.1%	483.04	7.8%
固定资产投资	-	13.6%	-	10.6%	-	15.8%
社会消费品零售总额	151.74	16.2%	130.57	-2.4%	128.0	10.8%
进出口总额（亿美元）	13.46	14.3%	1.69	23.2%	1.38	27.3%
人均 GDP（元）	75,318		61,087		59,233	
人均 GDP/全国人均 GDP	93.01%		94.57%		83.55%	

注：1）2021 年进出口总额数据单位为亿元；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：湘乡市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：逐步形成了以冶金、建材、食品、机电、化工、制革为主导产业的现代工业格局，园区产业发展迅速。随着现代工业的发展，湘乡市逐步形成了以冶金、建材、食品、机电、化工、制革为主体的现代工业格局，市内有湖南韶峰水泥集团有限公司、五矿（湖南）铁合金有限责任公司、湖南有色氟化学有限责任公司、湖南燕京啤酒有限公司等全国大型企业。韶峰水泥、燕京骄杨系列啤酒、皮革产品等一批名优产品畅销全国各地。2021 年湘乡市规模以上工业增加值同比增长 10.6%，其中园区规模以上工业增加值增长 10.4%，园区产业保持较快发展。湘乡市以“工业强市”为战略契机，打造“4+3”产业体系，扩容工业总量，2021 年湘乡市全年新增规模工业企业 30 家、达 313 家。重点项目有序推进，2021 年共实施重点项目 162 个，累计完成投资 240 亿元；79 个湘潭市级重点项目，累计完成投资 169.4 亿元；3 个省级重点项目，累计完成投资 27 亿元。湘君电子、中臣科技、新天源电子、创普开业、奥凯机械等一批重大产业项目竣工投产；维泰科技、惠亚光学、巨江电子、路盛达电子、华芯科技等完成主体建设，部分试投产；埃普特新生产基地和仓储中心、韶峰南方绿色建材产业园 8,000t/d 熟料水泥生产线等项目加速推进。省级工业园区湘乡经开区发展迅速，固定资产投资累计逾 200 亿元，形成了以机械

装备、医疗器械、电子电器、皮革加工及绿色食品等为主的产业规模，引进入区企业 200 余家。整体来看，湘乡市工业发展情况较好，重点项目有序推进，园区产业发展迅速。

发展规划及机遇：“十四五”期间，作为长株潭城市群重要工业基地和休闲旅游城市，湘乡市将深入对接湘潭市实施“湘潭向北、西拓南延”的发展战略，深化与长沙、湘潭的融合发展。在既有的产业基础上，创新加快构建以电工电器、医疗器械及先进装备、资源循环利用、绿色建材 4 大产业为主导，以皮革制造、智能铸造、电子信息 3 大产业为特色的“4+3”现代产业新体系；推进经开区进军全省产业园区二十强、打造千亿级产业园区；推进红仑工业园、城西工业区、皮革工业园专业化升级；到 2025 年，打造一个千亿级产业园，建成 5 个影响力显著的产业集群。作为长株潭城市群两型试验区重要的工业基地和休闲旅游城市，湘乡市未来的经济发展机遇及潜力可期。

财政及债务水平：近年湘乡市一般公共预算收入稳步提升，财政收入质量较好，财政自给能力有所改善但仍偏弱。2021 年湘乡市实现一般公共预算收入 15.76 亿元，同比增长 9.22%。2021 年税收收入占比 67.58%，增值税、土地增值税、城建税、房产税分别增长 31.6%、5.6%、35.9%、48.2%，财政收入质量相对较好。近年财政自给能力偏弱，2021 年财政自给率为 29.85%。2020 年-2021 年政府性基金收入增长较快主要系近两年出让了较多土地，国有土地出让收入增长较快。区域债务方面，2019-2021 年湘乡市地方政府债务余额规模整体较为稳定，但债务压力较大。

表 5 湘乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	15.76	14.43	13.27
税收收入占比	67.58%	66.70%	71.24%
财政自给率	29.85%	26.01%	24.33%
政府性基金收入	18.82	18.80	8.87
地方政府债务余额	89.88	89.95	88.29

资料来源：湘乡市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，湘乡市主要发债平台共 3 家，具体见前文同业比较。其中，湘乡东山投和湘乡城投为湘乡市重要的基础设施开发建设主体，湘乡经开投为湘乡经开区内的城市基础设施建设及土地开发整理主体。

五、公司治理与管理

公司成立以来，按照《公司法》等相关法律法规的要求，建立了相应的公司治理结构和治理制度。公司设立股东会，并建立了董事会制度和监事会制度。股东会具有决定公司战略发展规划、选举或更换由非职工代表担任的董事和监事、修改章程、对公司增加或减少注册资本作出决议以及对公司合并、分立等事项作出决议等职权。

公司董事会由 3 名董事组成，董事长 1 名。董事每届任期为三年，任期届满可连选连任。董事会具有

决定公司经营计划和投融资方案、决定公司内部管理机构设置等职权。

公司设监事会，由3名监事组成。其中，监事会主席1名，职工监事1名，职工监事由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。公司董事、总经理、副总经理和财务负责人不得兼任监事。监事任期每届为三年，任期届满可连选连任。监事会拥有检查公司财务，监督董事、高级管理人员执行公司职务行为的职权。

公司实行总经理负责制，设总经理1名，副总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，设立了征地拆迁部、财务部、规划建设部、办公室四个职能部门。

六、经营与竞争

公司作为湘乡市内基础设施建设、土地整理的投融资重要主体，承担了湘乡市内的部分基础设施建设和土地整理任务。近年公司营业收入规模持续小幅下降，其中2021年公司实现营业收入14.41亿元，较往年小幅下降主要系近年工程代建业务及土地整理业务确认收入规模波动所致。2022年1-9月，公司分别实现工程代建业务收入6.43亿元和土地整理业务收入3.62亿元。2021年，由于“17湘东山债/PR湘东山”募投项目收入重分类至管网及停车费收入，公司新增了管网收入及停车费收入。

毛利率方面，由于工程代建和土地整理业务毛利率比较稳定，且2021年管网收入和停车费收入毛利率较高，2021年公司销售毛利率较上年有所提升。2022年1-9月，由于尚未全额确认管网及停车费收入，成本仍全额确认折旧，公司销售毛利率降至16.58%。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建业务	100,837.07	16.67%	133,742.05	16.67%	130,930.82	16.67%
土地整理业务	30,680.45	16.67%	13,652.45	16.67%	20,665.59	16.67%
管网收入	7,881.97	64.98%	0.00	-	0.00	-
停车费收入	4,584.61	49.97%	0.00	-	0.00	-
旅游服务业务	0.00	-	55.97	-185.16%	57.30	-244.40%
其他	153.58	100.00%	129.29	100%	0.00	-
合计	144,137.68	20.46%	147,579.76	16.66%	151,653.71	16.57%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司工程代建业务收入有所波动，业务持续性较好，自建项目规模较大，未来可持续实现经营性收入；但在建及拟建项目后续投资额较大，面临较大的资金压力

根据《湘乡市人民政府关于湘乡市东山投资建设开发有限公司承建市政项目及土地开发整理项目有关事宜的决定》（湘政发【2011】6 号，以下简称“决定”）和《关于湘乡市农业发展有限公司承建基础设施建设有关事宜的决定》等文件，湘乡市人民政府委托公司本部及子公司建设的市政项目阶段性完

工后，湘乡市财政局根据工程进度和资金安排分期支付工程款项，工程款项为湘乡市财政局政府投资评审中心确认的年度完工投资额与管理费及资金占用费（完工投资额的 20%）之和。账务处理方面，公司本部及子公司以湘乡市财政局政府投资评审中心核定的年度完成投资额作为当年工程代建成本，以核定的结算工程款作为工程代建收入。

2019-2021年公司确认收入的项目规模有所波动所致，收入主要来源于城北新区、韶山及湘潭至湘乡公路工程 and 起凤学校等项目。由于工程代建收入为工程代建成本加计20%，公司工程代建业务毛利率稳定在16.67%。

表7 2019-2021年末公司工程代建项目收入情况（单位：万元）

年份	项目	确认成本	确认收入
2021 年	城北新区	48,624.23	58,349.08
	韶山至湘乡公路工程	11,412.24	13,694.68
	湘潭至湘乡公路工程	4,711.46	5,653.75
	南正街背街小巷改造项目	3,908.35	4,690.02
	司法业务用房	3,209.79	3,851.75
	起凤学校	2,658.45	3,190.14
	农村公路	2,564.20	3,077.04
	公厕垃圾站改造项目	1,521.11	1,825.34
	中南汽车城	1,515.12	1,818.15
	G320 绕城线三标（车站东路）	1,098.70	1,318.44
	滨河南路西线	1,016.25	1,219.50
	市政项目	647.93	777.51
	励志项目	388.68	466.41
	火车站项目	355.21	426.26
	龙城大道	196.55	235.86
	行政中心	119.24	143.09
	滨河北路西线	60.87	73.04
	滨北五期	19.22	23.07
	府前路	3.28	3.94
	合计	84,030.88	100,837.07
2020 年	滨河北路西线	237.95	285.54
	滨河南路西线	53.22	63.87
	励志项目	2,803.83	3,364.60
	火车站项目	3.24	3.89
	市政项目	587.83	705.39
	府右路	1,490.35	1,788.42
	府前路	7,684.61	9,221.53
	S311 公路	9.80	11.76



	403 道路	16,458.10	19,749.73
	滨北五期	3.81	4.57
	行政中心	616.92	740.30
	龙城大道	18,347.50	22,017.00
	起凤学校	14,598.70	17,518.43
	中南汽车城	15,850.52	19,020.63
	宁乡灰汤至湘乡虞塘公路工程	14,822.30	17,786.76
	库区网箱整治	5,517.25	6,620.70
	水府旅游区文化广场	938.65	1,126.38
	水府 5A 景区（第一期）项目-景点建设	11,427.14	13,712.57
	合计	111,451.71	133,742.05
2019 年	城北新区	42,219.49	50,663.39
	滨河北路西线	4,278.46	5,134.15
	滨河南路西线	2,627.27	3,152.72
	励志项目	2,327.13	2,792.56
	火车站项目	1,808.97	2,170.76
	市政项目	21,723.96	26,068.75
	滨北五期	6,830.11	8,196.13
	S209 线宁乡横市至双峰太平寺公路湘潭段	5,180.56	6,216.67
	湘乡市高速公路连接线提质改造工程	7,371.85	8,846.22
	水府连接线	7,048.96	8,458.75
	5A 创建（一）期	7,692.24	9,230.68
	合计	109,109.00	130,930.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年底，公司主要在建及拟建项目总投资97.84亿元，尚需投资55.76亿元，面临较大的资金压力。公司主要在建及拟建项目分为委托代建项目和自建项目，其中主要在建委托代建项目计划总投资35.92亿元，已投资28.73亿元，尚需投资7.19亿元，未来工程代建业务持续性较好。同时，公司存货中尚有10.75亿元工程施工成本尚未结转收入，未来工程代建业务收入较有保障，但收入可能受政府财政资金使用计划影响，收入确认时间存在一定波动性。

此外，公司还有9个自建项目。本期债券募投项目建成后将通过厂房销售、出租、物管，停车位出租、广告位出租和充电桩服务费等实现收入；湘乡市东郊现代农业示范园建设项目和湘乡市泉塘现代农业示范园建设项目为湘潭市农业支持试点项目，建成后将通过农田整理、农田出租、园区停车、园区广告等业务实现收入；双创科技园建成后主要通过标准厂房的租售实现收入；其他拟建项目未来将通过医院整体出租、旅游开发等业务实现收入。但需关注各自建项目的实际建设进度及租售情况低于预期所导致的项目收入及盈利不达预期的风险。截至2021年末，公司主要在建及拟建的自建项目总投资为61.92亿元，尚需投资48.57亿元，资金压力较大。



表 8 截至 2021 年末公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	项目性质
城北新区	230,000.00	214,519.94	15,480.06	代建
天门山项目	35,000.00	3.50	34,996.50	代建
起凤学校	25,800.00	25,132.31	667.69	代建
中南汽车城	18,000.00	17,365.65	634.35	代建
G320 湘乡市铜钹湾改线工程	11,028.36	8,410.42	2,617.94	代建
国防训练基地	8,000.00	1,261.71	6,738.29	代建
易地搬迁扶贫项目	8,000.00	6,168.66	1,831.34	代建
库区网箱整治	7,000.00	5,517.25	1,482.75	代建
湖滨带建设	5,000.00	4,298.97	701.03	代建
涟水湘乡段治理	5,000.00	2,170.96	2,829.04	代建
湘乡市泉塘镇繁育安置点建设项目	2,400.00	273.60	2,126.40	代建
农业产业示范园	2,000.00	513.56	1,486.44	代建
水府庙项目	2,000.00	1,642.25	357.75	代建
在建项目小计	359,228.36	287,278.78	71,949.58	-
湘乡市健康产业园一期项目	123,134.72	16,616.62	106,518.10	自建
湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目*	87,229.09	9,264.04	77,965.05	自建
湘乡市双创科技产业园四期建设项目	48,174.32	39,798.38	8,375.94	自建
湘乡市东郊现代农业示范园建设项目	46,230.05	42,879.91	3,350.14	自建
湘乡市双创科技产业园三期建设项目	45,827.63	12.71	45,814.92	自建
湘乡市泉塘现代农业示范园建设项目	28,107.79	24,936.37	3,171.42	自建
湘乡市水府庙水库二期治理项目	137,365.43	0.00	137,365.43	自建
水府田园综合体建设项目	59,800.00	0.00	59,800.00	自建
湘乡市双创科技产业园五期建设项目	43,298.92	0.00	43,298.92	自建
自建项目小计	619,167.95	133,508.03	485,659.92	-
合计	978,396.31	420,786.81	557,609.50	-

注：1. 因项目实际建设过程中资金需求大于预算，对部分项目总投进行修订；2. 标“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司土地整理收入有所波动，未来业务较有保障但收入规模可能存在波动

根据决定，湘乡市人民政府委托公司建设的土地开发整理项目阶段性完工后，湘乡市财政局根据工程进度和资金安排分期支付工程款项，工程款项为湘乡市财政局政府投资评审中心确认的年度完工投资额与管理费及资金占用费（完工投资额的20%）之和。账务处理方面，公司以湘乡市财政局政府投资评审中心核定的年度完成投资额作为当年土地整理业务成本，以核定的结算工程款作为土地整理业务收入。

2019-2021 年，公司土地整理业务收入规模波动增长。由于管理费及资金占用费为完工投资额的 20%，公司土地整理业务毛利率稳定为 16.67%。截至 2021 年末，公司尚有 15.37 亿元未结算的土地开发



成本，公司仍能获得一定的土地整理业务收入。考虑到公司土地整理项目受湘乡市土地出让市场行情影响较大，未来该业务收入规模可能存在波动性。

表9 2019-2021年公司土地整理业务情况（单位：万元）

年份	项目	确认成本	确认收入
2021 年	城北新区	25,567.04	30,680.45
	合计	25,567.04	30,680.45
2020 年	城北新区	11,377.04	13,652.45
	合计	11,377.04	13,652.45
2019 年	城北新区	17,221.33	20,665.59
	合计	17,221.33	20,665.59

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

管网收入及停车费收入毛利率较高，对公司收入形成补充

公司管网及停车费收入来自“17湘东山债/PR湘东山”募投项目湘乡市城区管网建设项目和湘乡市综合停车场及配套设施建设项目，均已于2020年完工转固。湘乡市城区管网建设项目已分别与湘乡市瑞达环保有限公司及湘乡市供水管理处签订《污水管网租赁协议书》和《供水管网租赁协议书》，租赁期均为十年，2020年管网出租收入为6,500.00万元；湘乡市综合停车场及配套设施建设项目已于2020年正式投入运营，2020年综合运营收入为4,950.00万元，收益统一交由财政局，当期收益已分摊到代建工程项目成本，以确认工程代建收入的形式计入公司营业收入。2021年重分类至管网收入及停车费收入，分别实现管网收入7,881.97万元及停车费收入4,584.61万元，对公司收入形成补充。

公司在资产注入、股权划转等方面得到大力支持

公司系湘乡市主要的基础设施投融资主体。2018-2021年，公司在资产注入及股权划转上得到大力支持，合计增加资本公积36.73亿元。2018年，湘乡市财政局对公司注入评估价值为3.45亿元的房屋建筑物并对公司追加投资0.46亿元，全部计入资本公积。2019年湘乡市财政局及水府管委会将湘乡市农业发展有限公司（以下简称“湘乡农发”）、融城旅游、湘潭水府投资建设开发有限公司（以下简称“湘潭水府投”）100%股权注入公司，合计账面价值29.57亿元，并对公司追加投资1.11亿元，拨款188.18万元，全部计入资本公积。2020-2021年，公司股东将用于分配的红利对公司追加投资分别为0.46亿元和1.66亿元，用于项目建设资本金，计入资本公积。

此外，2018-2019年公司分别获得政府补助45.00万元和153.67万元，政府补助规模较小。

表10 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

年份	类别	金额/账面价值	依据文件
资产及股权注入			
2021 年	项目建设资本金	16,616.62	《湘乡市东山投资建设开发有限公司股东会决议》
2020 年	项目建设资本金	4,564.67	《湘乡市东山投资建设开发有限公司股东会决议》



2019 年	股权	295,741.80	《关于同意将湘乡市农业发展有限公司等三家公司股权划转至湘乡市东山投资建设开发有限公司的批复》、湘水旅发【2019】9 号
	货币资金	11,062.03	《湘乡市东山投资建设开发有限公司股东会决议》
	货币资金	188.18	-
2018 年	房屋建筑物及土地	34,515.79	湘乡财国资【2018】12 号
	货币资金	4,647.64	-
	合计	367,336.73	-

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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-9月财务报表，公司财务报表均按新会计准则编制。2019-2021年及2022年1-9月公司合并范围分别新增一级子公司3家、0家、2家和0家，截至2022年9月末纳入公司合并范围的一级子公司情况见附录四。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，以土地资产、工程施工和土地开发成本为主，且土地资产抵押比例较高，资产整体流动性偏弱

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，规模不大。应收账款主要系应收湘乡市财政局的代建未结算项目款项。其他应收款主要为与股东及当地国有企业的往来款、保证金等，2021年-2022年9月以来同比大幅增长主要系新增较多与股东湘乡市惟楚实业有限公司²及当地国有企业的往来款所致。公司存货为公司最主要资产构成，包括土地204.73亿元、房屋建筑物资产10.75亿元、待结转代建及土地整理业务成本15.37亿元，其中，土地用途以商服、住宅和综合用地为主。截至2022年9月末，存货合计受限资产规模为136.85亿元，占总资产的比例为48.45%，受限比例较高。

公司固定资产主要为本期债券募投项目湘乡市城区管网建设项目和湘乡市综合停车场及配套设施建设项目。2021年末在建工程较上年大幅增加主要系新增双创四期及健康产业园项目以及新增湘乡市东郊现代农业示范园建设项目投资额所致。

整体来看，公司资产规模有所增长，但资产以存货中的土地资产为主，且大部分已用于抵押，2021

² 湘乡市惟楚实业有限公司持有公司 19%股权，控股股东及实际控制人为湘乡市财政局。

年末合计受限资产规模为137.70亿元，占总资产的比例为49.49%，资产整体流动性偏弱。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.25	0.09%	0.68	0.24%	0.36	0.13%	6.25	2.38%
应收账款	14.03	4.97%	10.12	3.64%	6.42	2.37%	1.42	0.54%
其他应收款（合计）	17.77	6.29%	13.24	4.76%	6.61	2.45%	2.31	0.88%
存货	227.06	80.38%	230.84	82.97%	238.36	88.19%	237.79	90.73%
流动资产合计	259.11	91.73%	254.88	91.61%	253.25	93.70%	248.03	94.63%
固定资产	9.80	3.47%	10.19	3.66%	10.73	3.97%	0.68	0.26%
在建工程	13.46	4.76%	13.05	4.69%	5.20	1.92%	13.30	5.07%
非流动资产合计	23.36	8.27%	23.35	8.39%	17.04	6.30%	14.07	5.37%
资产总计	282.48	100.00%	278.23	100.00%	270.29	100.00%	262.09	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

近年公司营业收入持续小幅下降，收现质量偏弱，但公司业务量较为充足，短期内收入较有保障

近年来，工程代建业务是公司最主要的收入来源。当期代建业务收现情况有所提升但仍偏弱，主要受政府资金安排影响。公司在建工程代建项目规模较大，业务持续性较好，且土地整理项目及代建项目的未结算开发成本为短期内收入提供了较好保障。其中，土地整理业务受湘乡市土地出让市场行情影响较大，收入规模可能存在波动性。自建项目收入主要来源于农田出租、标准厂房、广告等收入，运营后公司收入来源将进一步拓宽，但能否实现预期收益存在不确定性。

从毛利率来看，由于公司工程代建和土地整理业务中项目收益均为20%且2021年管网收入及停车费收入毛利率较高，2021年公司销售毛利率有所提升，2022 年1-9月，由于尚未全额确认管网及停车费收入，成本仍全额确认折旧，公司销售毛利率降至16.58%。2021年公司利润总额有所增加，盈利能力有所提升。

表 12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年 1-9 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	10.74	14.41	14.76	15.17
营业利润	1.05	2.15	1.73	2.12
利润总额	1.08	2.30	1.73	2.13
销售毛利率	16.58%	20.46%	16.66%	16.57%

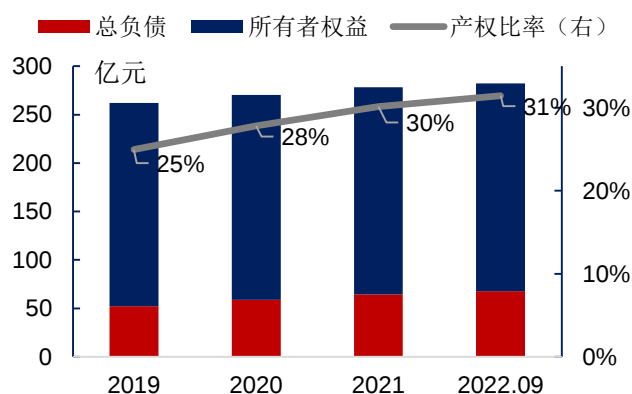
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

近年公司负债规模持续攀升，短期债务压力有所加大

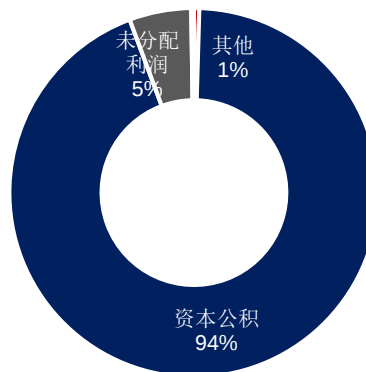
随着融资需求的增加，2021年末公司负债总额持续提升。所有者权益方面，随着股东追加投资以及经营积累，公司所有者权益小幅增长。受此影响，公司产权比率有所上升，但仍处于较低水平，所有者权益对负债的保障度较高。公司所有者权益主要由资本公积中政府注入的土地资产构成。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司短期借款中抵押借款5.09亿元，抵押物主要为公司土地及房产。其他应付款主要为公司和其他政府单位的往来款及公司跟其他企业的借款，2022年9月末大幅增长主要系与其他政府单位及国企往来款增加所致。一年内到期的非流动负债为公司一年内到期的长期借款及应付债券。

近年公司长期借款规模持续增长，主要为抵押借款，抵押物主要为公司土地使用权。应付债券主要为公司近年发行的私募债和企业债，2021年公司应付债券规模同比大幅下降主要系部分重分类至一年内到期和偿还部分债券本金所致。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.64	6.85%	5.74	8.91%	2.62	4.46%	1.95	3.73%
应付票据	0.00	0.00%	0.20	0.31%	1.00	1.70%	0.90	1.72%
其他应付款（合计）	10.64	15.73%	5.19	8.06%	5.26	8.95%	3.59	6.87%
一年内到期的非流动负债	11.89	17.58%	15.97	24.78%	5.13	8.72%	7.33	14.01%
流动负债合计	27.45	40.60%	27.36	42.45%	14.74	25.06%	14.34	27.39%
长期借款	29.56	43.71%	26.48	41.09%	25.92	44.08%	23.95	45.76%
应付债券	10.61	15.69%	10.61	16.46%	18.12	30.81%	14.06	26.85%
非流动负债合计	40.17	59.40%	37.09	57.55%	44.07	74.94%	38.01	72.61%
负债合计	67.62	100.00%	64.45	100.00%	58.81	100.00%	52.35	100.00%



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为60.38亿元，同比增长9.60%，占总负债的比重为94%，2022年9月末降低4.46%至57.69亿元，总债务规模仍较大。从债务结构来看，近年短期债务占比大幅提升至2021年末的39%，2022年9月末降低至30%，短期债务压力仍较大。

图 3 公司债务占负债比重

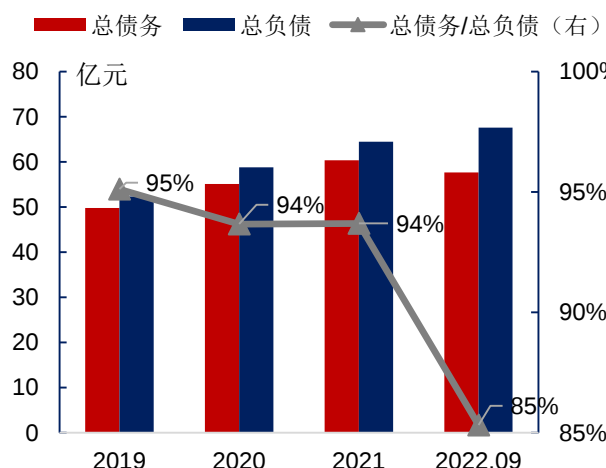
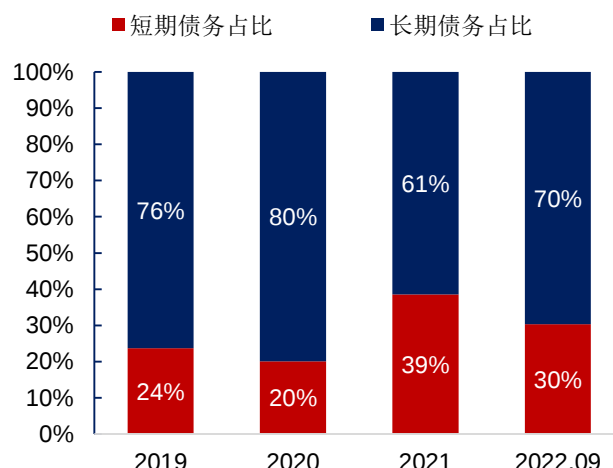


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，近年公司资产负债率小幅上升。公司现金短期债务比由2019年的0.53下滑至2022年9月末的0.02，短期偿债压力大。近年公司EBITDA规模有所提升，EBITDA利息保障倍数有所上升，但EBITDA对利息的保障程度仍较低。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年 9 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	23.94%	23.16%	21.76%	19.97%
现金短期债务比	0.02	0.03	0.26	0.53
EBITDA 利息保障倍数	--	0.94	0.59	0.59

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 9 月财务报表，中证鹏元整理

八、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2019年1月1日至报告查询日（2022年11月10日），公司本部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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年9月末，公司对外担保余额为29.30亿元，为同期末净资产的13.64%。对外担保对象均为国有企业，其中湘乡市惟楚实业有限公司为公司股东，持有公司19.00%股权，公司对外担保均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 15 截至 2022 年 9 月 30 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
湘乡市水府庙建设发展有限公司	18,000.00	2030.12.20	否
	24,400.00	2030.12.30	否
湘潭地产集团经营有限公司	24,000.00	2028.09.28	否
	2,100.00	2031.11.30	否
湘乡市交通建设投资开发有限公司	20,000.00	2031.11.28	否
	94,621.28	2034.12.22	否
湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司	17,000.00	2022.12.24	否
	2,800.00	2023.01.08	否
湘乡慈缘生命礼仪有限公司	21,900.00	2026.3.31	否
	9,800.00	2022.10.24	否
湘乡市惟楚实业有限公司	19,400.00	2022.12.14	否
	9,990.00	2022.12.24	否
	9,900.00	2023.07.06	否
湘乡市城市建设投资开发有限公司	10,000.00	2035.05.18	否
湖南金源新能源投资有限公司	9,051.28	2032.02.09	否
合计	292,962.56	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、外部特殊支持分析

公司是湘乡市政府下属重要企业，湘乡市财政局持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，湘乡市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与湘乡市政府的联系非常紧密。湘乡市财政局持有公司100%股权，近年公司主要业务及政府支持来自湘乡市政府及财政局，且董事会及高管由湘乡市政府任命，湘乡市政府对公司经营战略及业务运营有着强大的影响力。同时近年湘乡市财政局对公司支持力度较大，2018-2021年，公司在资产注入及股权划转上得到大力支持，合计增加资本公积36.73亿元，有效提升了公司的资本实力，展望未来，公司与湘乡市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对湘乡市政府非常重要。近年公司收入主要来自工程代建业务及土地整理业务，在基建方面对当地贡献很大，若公司违约会对当地金融生态环境和融资成本产生较大负面影响。



十、抗风险能力分析

公司为湘乡市重要的城市基础设施开发建设主体之一，朱啊哟负责湘乡市区内的工程代建和土地整理等业务，当前在建项目较多，已经投入且尚未结算的项目开发成本较多，随着项目完工结算，未来可持续获得市政工程建设收入和土地开发整理收入。

但中证鹏元也关注到，公司资产以土地资产、工程施工和土地开发成本为主，且土地资产抵押比例较高，资产整理流动性偏弱。公司主要在建项目后续尚需投入较多资金，存在较大的资金压力。公司近年总债务规模持续攀升，现金类资产对短期债务覆盖能力和EBITDA利息保障倍数较弱，公司存在较大的债务压力。

考虑到作为湘乡市主要的基础设施建设主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

十一、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司的营业收入、现金流是本期债券按期偿付的基础。2019-2021年，公司营业收入分别为15.17亿元、14.76亿元和14.41亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为16.18亿元、9.76亿元和10.67亿元。公司作为湘乡市内主要基础设施建设、土地整理的投融资重要主体之一，承担了湘乡市内的部分基础设施建设和土地整理任务，且2021年末公司存货中的工程施工（代建）成本账面价值达10.75亿元，土地开发（整理）成本15.37亿元，未来收入具有保障。但需要关注的是，公司代建及土地整理业务回款一定程度上受湘乡市财政情况影响，回款进度具有一定不确定性。此外，土地整理业务收入规模受湘乡市土地出让市场行情影响较大，未来该业务收入的规模存在不确定性，同时，募投项目收益可为本期债券偿付提供一定保障，募投项目计算期20年总收入14.11亿元，项目全部投资所得税后财务内部收益率为6.34%。债券存续期内可实现项目收入9.25亿元，能覆盖该项目计划使用的本期债券募集资金偿还需求，但需要关注募投项目实际建设进度及租售情况低于预期所导致的项目收入及盈利不达预期的风险。

此外，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至2021年末，公司存货中已办理权证且未受限的土地及房屋建筑物资产账面价值为67.09亿元，能够为公司提供一定的流动性支持，但公司用于借款或担保抵押的土地及房屋建筑物资产占存货的59.28%，0.79亿元的房屋建筑物资产尚未办妥产权证书，且集中变现存在一定困难。

本期债券保障措施分析

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

本期债券拟发行规模4.00亿元，由湖南担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。若本期债券分期发行的，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券到期之日起两年。

经本期债券发行的主管部门和债券持有人会议同意，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更加重担保人的责任时，需另行经过担保人的书面同意。未经担保人书面同意而加重担保人担保责任的，担保人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，成立于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，增资完成后，注册资本达到60亿元。湖南省财政厅和财信金控分别持有湖南担保66.67%和33.33%的股权。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2021年末，湖南担保注册资本为60亿元，实收资本为53.53亿元，唯一股东为湖南省财政厅，实际控制人为湖南省人民政府。

湖南担保主要从事湖南省内直接融资担保、间接融资担保和再担保业务，其中直接融资担保业务主要由本部运营，间接融资担保业务主要由子公司湖南省中小企业融资担保有限公司（以下简称“省中小担保”）、湖南经济建设融资担保有限公司（以下简称“经建担保”）和湖南省湘诚融资担保有限责任公司（以下简称“湘诚担保”）运营；再担保业务由子公司湖南省融资再担保有限公司（以下简称“湖南再担保”）运营。近年来湖南担保担保业务规模快速增长。

表 16 湖南担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年
当期担保发生额	472.94	482.21	198.01
当期解除担保额	243.69	154.36	64.07
期末担保余额	930.50	696.75	365.95
其中：融资担保余额	930.47	695.83	365.06
间接融资担保余额	334.47	307.31	250.40
直接融资担保余额	296.73	178.43	47.31
再担保余额	299.28	210.09	67.35
非融资担保余额	0.02	0.92	0.89

资料来源：湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保直接融资担保业务均为债券担保，重点服务于湖南省内城投类企业的资本市场融资，2021

年 9 月末直接融资担保余额为 296.73 亿元，较 2019 年末增长 527.20%。截至 2021 年 9 月末，湖南担保前十大直接融资担保业务客户担保余额合计 85.00 亿元，相当于期末权益总额的 147.13%，其中前六大客户担保余额均为 9.00 亿元，相当于期末权益总额的比例为 15.58%，前六大客户担保责任余额占期末权益总额的比例均为 9.35%。湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南省内城投类企业，客户及行业集中度较高，需持续关注城投类企业信用风险分化对担保业务风险的潜在影响。

湖南担保间接融资担保业务主要包括贷款担保、置业担保，省中小担保定位于为湖南省范围内的中小微企业提供担保服务，2020 年 10 月省中小担保被纳入湖南省政府性融资担保机构名单，省中小担保根据各级园区、20 个优势产业链企业、小微企业的需求，开发推出了“长湘贷”、“税 e 贷”等批量化线上贷款担保产品，近年来担保余额大幅增加；经建担保主要为湖南省内政府平台公司、国有企业、上市公司和拟上市公司等提供增信服务，通过融资担保的方式主要支持公路、铁路、水利工程和工业园区等基础设施建设项目；湘诚担保于 2019 年纳入湖南担保合并范围，主要提供住房公积金贷款担保业务，客户以批量化的个人担保对象为主，截至 2021 年 9 月末，湖南担保置业担保余额为 261.50 亿元。

2020 年以前，湖南担保再担保业务全部由湖南担保本部经营。2020 年 1 月，湖南担保新设湖南再担保子公司，再担保业务全部由子公司湖南再担保经营。湖南再担保为湖南省唯一一家省属再担保机构，2020 年 10 月被纳入湖南省政府性融资再担保机构名单。具体分担比例方面，对于符合条件的融资担保业务代偿风险，原则上由湖南再担保、融资担保机构、银行、市州和县级人民政府按照 40%、30%、20%、10%的比例进行风险分担，其中湖南再担保承担的 40%部分，国家融担基金分担代偿风险的 20%，湖南省财政厅分担代偿风险的 10%。湖南担保再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持力度，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2021 年 9 月末，湖南担保再担保余额为 299.28 亿元，是 2019 年末的 4.44 倍。

湖南担保发生代偿的项目主要来自省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，随着历史存量高风险项目的逐步到期，2020 年湖南担保当期担保代偿率降至 0.76%，2021 年 1-9 月当期担保代偿额为 1.10 亿元，当期担保代偿率为 1.67%，较 2020 年有所上升。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款余额为 11.95 亿元，规模较大，且尚未计提坏账准备。代偿回收方面，湖南担保主要采用诉讼清收方式，由于法律诉讼程序较长，代偿回收进度整体较为缓慢，2020 年末湖南担保累计代偿回收率为 43.87%，较上年末有所上升，但后续追偿情况仍需持续关注。

湖南担保投资业务主要包括购买理财产品、信托计划投资和股权投资。截至 2021 年末，湖南担保交易性金融资产为 11.27 亿元，主要为持有的理财计划和信托计划，其中信托计划投资余额为 7.31 亿元，所投信托产品发行人为湖南省财信信托有限责任公司，底层资产以地市级平台公司信贷类资产为主，将于 2024 年到期；债权投资为 0.13 亿元，其中委托贷款 0.07 亿元，应收款项类投资 0.06 亿元；其他权益工具投资包括上市股权投资、非上市股权投资，其中上市股权投资为对湖南利德电子浆料股份有限公司的股权投资，2021 年末投资余额为 0.02 亿元，非上市股权投资中最大一笔投资对象为财信金控，投资余额为 20.00 亿元。



随着担保业务规模的扩大，2019-2021 年担保费收入规模保持增长。湖南担保利息收入主要来自银行存款、理财产品利息收入，投资收益来自购买的理财计划、信托计划等，2019-2021 年利息收入和投资收益合计数分别为 1.12 亿元、1.38 亿元和 1.57 亿元。

表 17 湖南担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	4.84	79.39%	3.05	73.18%	1.18	55.12%
减：提取未到期责任准备金	1.13	-	0.64	-	0.19	-
利息收入	0.42	6.82%	0.57	13.75%	0.61	28.42%
投资收益	1.15	18.87%	0.81	19.34%	0.51	23.61%
营业总收入	6.09	100.00%	4.17	100.00%	2.14	100.00%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，湖南担保货币资金为 37.25 亿元，其中银行存款 35.40 亿元，其他货币资金 1.85 亿元，其他货币资金中共有 1.84 亿元的备付金和保证金存款使用权受限。截至 2021 年末，湖南担保应收代偿款为 11.95 亿元，未计提坏账准备。

湖南担保直接融资担保业务大多采用一次性预收模式收费，随着业务的拓展，预收担保费规模快速增长，2021 年末为 8.39 亿元。截至 2021 年末，湖南担保其他应付款为 4.47 亿元，其中公积金监管资金为 1.16 亿元，风险基金为 1.15 亿元，往来款为 0.95 亿元。随着担保业务规模的增加，湖南担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金大幅增加，2021 年末分别为 2.34 亿元、7.47 亿元。

截至 2021 年末，湖南担保资产总额为 85.20 亿元，所有者权益合计 59.51 亿元，其中实收资本为 53.53 亿元，资本实力强；湖南担保本部融资担保放大倍数为 5.04，放大倍数适中。2021 年湖南担保实现营业收入 6.09 亿元，实现净利润 0.60 亿元。

表 18 湖南担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总额	85.20	76.24	68.50
所有者权益合计	59.51	57.73	57.33
营业总收入	6.09	4.17	2.14
净利润	0.60	0.41	0.07
净资产收益率	1.02%	0.71%	0.15%
当期担保代偿额	-	0.50	1.61
当期担保代偿率	-	0.76%	2.80%
累计代偿回收率	-	43.87%	40.48%
拨备覆盖率	-	60.80%	38.83%

资料来源：湖南担保 2019-2021 年审计报告及湖南担保提供，中证鹏元整理

湖南担保是湖南省内融资担保行业龙头企业和政策性担保体系组织单位，担保业务在湖南省具有较强的区域优势，唯一股东为湖南省财政厅，股东背景强，可为湖南担保在资金及业务拓展方面提供较大



的支持。

综上，湖南担保资本实力强，近年来担保业务快速发展，营业总收入明显提升，现阶段代偿能力极强。同时中证鹏元也关注到湖南担保直接融资担保业务客户主要为湖南内城投类企业，需持续关注城投类企业信用风险分化对湖南担保担保业务风险的潜在影响；间接融资担保客户主要为省内中小微企业，在宏观经济下行的大背景下，中小微企业抗风险能力较弱，需关注其代偿风险；应收代偿款规模较大，需关注后续追偿情况。经中证鹏元综合评定，湖南担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，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，有效提升了本期债券的信用水平。

十二、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。



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。



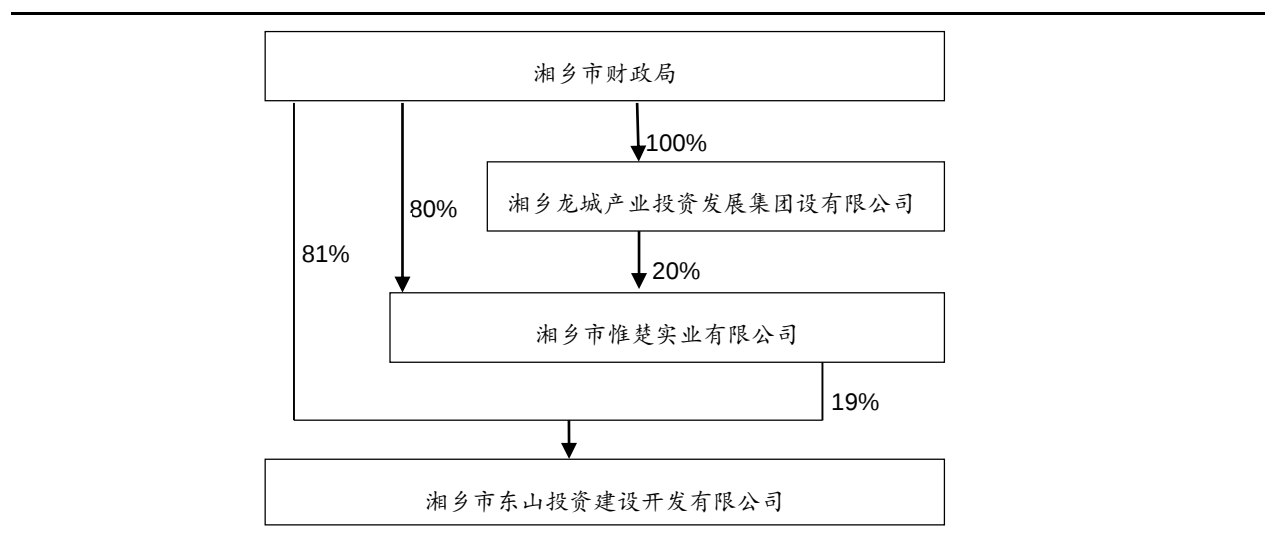
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年 9 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	0.25	0.68	0.36	6.25
存货	227.06	230.84	238.36	237.79
流动资产合计	259.11	254.88	253.25	248.03
非流动资产合计	23.36	23.35	17.04	14.07
资产总计	282.48	278.23	270.29	262.09
短期借款	4.64	5.74	2.62	1.95
其他应付款（合计）	10.64	5.19	5.26	3.59
其他应付款	10.64	4.87	4.89	0.00
一年内到期的非流动负债	11.89	15.97	5.13	7.33
流动负债合计	27.45	27.36	14.74	14.34
长期借款	29.56	26.48	25.92	23.95
应付债券	10.61	10.61	18.12	14.06
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	40.17	37.09	44.07	38.01
负债合计	67.62	64.45	58.81	52.35
总债务	57.69	60.38	55.09	49.79
所有者权益	214.86	213.78	211.48	209.75
营业收入	10.74	14.41	14.76	15.17
营业利润	1.05	2.15	1.73	2.12
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.08	2.30	1.73	2.13
经营活动产生的现金流量净额	3.89	-1.32	-2.72	8.33
投资活动产生的现金流量净额	-0.41	-0.01	-1.98	-3.69
财务指标	2022 年 9 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	16.58%	20.46%	16.66%	16.57%
资产负债率	23.94%	23.16%	21.76%	19.97%
现金短期债务比	0.02	0.03	0.26	0.53
EBITDA（亿元）	--	3.35	2.17	2.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.94	0.59	0.59

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

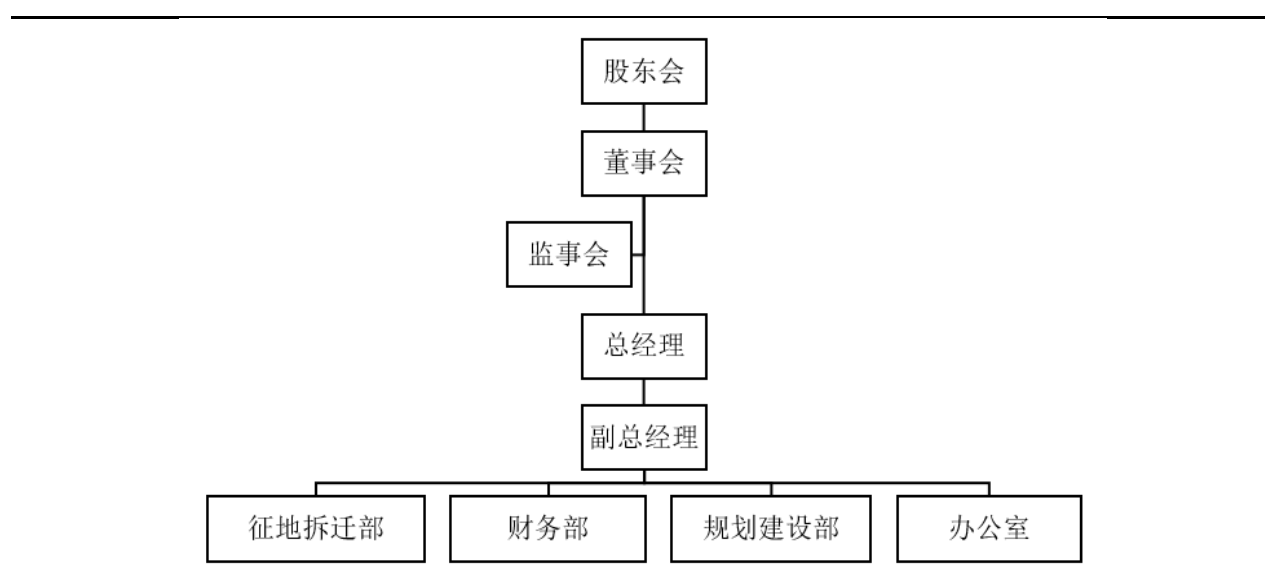


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2022年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖南省融城旅游度假开发有限公司	1.00	100.00%	旅游开发
湘乡市农业发展有限公司	0.68	100.00%	基础设施建设、现代农业开发
湘潭水府投资建设开发有限公司	0.50	100.00%	基础设施建设
湖南湘乡绿港现代农业发展有限公司	0.36	100.00%	蔬菜、花卉、苗木种植及销售；农业技术推广服务等
湘乡融媒文化传播有限公司	0.50	100.00%	广告设计、制作、代理、发布服务；其他广告服务；软件技术服务；互联网信息服务等
湘乡市扶贫开发投资有限公司	0.50	100.00%	异地扶贫搬迁项目及农村基础设施建设，农村危房改造等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。