



2023年第一期娄底锦都投资发展有限公司 公司债券2024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.

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年第一期娄底梯都投资发展有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 娄底梯都债 01/ 23 娄梯 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：娄底梯都投资发展有限公司（以下简称“娄底梯都”或“公司”）作为服务于冷水江市发展的最主要基础设施建设主体，业务具有较强专营性，在财政补贴方面得到政府部门的有力支持，且湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南融担集团”）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，公司资产大量沉淀于项目成本和应收账款，项目投融资压力较大，自营项目资金平衡情况有待关注，随着公司近年持续拓展市场化业务板块，投资活动现金流缺口持续扩大，公司总债务规模持续增长，偿债指标表现较弱且存在一定的或有负债等风险因素。

评级日期

2024 年 7 月 25 日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是冷水江市最主要的基础设施建设主体，随着项目逐步结算，未来可为公司带来一定的收入来源，且将持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	154.48	148.29	143.60
所有者权益	95.32	93.81	93.61
总债务	45.98	40.61	39.29
资产负债率	38.30%	36.73%	34.82%
现金短期债务比	0.52	0.15	0.21
营业收入	8.36	8.29	10.62
其他收益	3.35	2.41	2.62
利润总额	1.49	1.47	1.51
销售毛利率	18.33%	15.48%	14.25%
EBITDA	4.21	3.08	3.88
EBITDA 利息保障倍数	1.69	1.22	1.73
经营活动现金流净额	2.19	2.71	1.60

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **作为服务于冷水江市发展的最主要基础设施建设主体，公司基础设施建设业务具有较强专营性。**公司业务区域集中于娄底市下辖冷水江市，是冷水江市最重要的基础设施建设和投融资主体，截至 2023 年末，公司存货-开发成本中尚未结算的基础设施建设项目成本规模较大。
- **公司在财政补贴方面得到政府部门的有力支持。**2023 年公司取得的冷水江市政府补助占同期利润总额的比重为 225.60%，大幅提升了公司的盈利水平。
- **保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**湖南融担集团为本期债券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。

关注

- **资产大量沉淀于项目成本和应收账款，流动性较弱。**公司资产主要由代建业务发展形成的存货、应收款项构成，2023 年末前述资产占公司资产的 82.90%，其中，基础设施建设开发成本以及应收账款的回款依赖于当地政府部门或国有单位资金统筹安排，资金回笼时间不确定；此外，截至 2023 年末，公司受限资产价值合计 37.77 亿元，尚未办妥权证资产 8.33 亿元，合计占全部资产的 29.84%，比例相对较高。
- **项目投融资压力较大，自营项目资金平衡情况有待关注。**公司在建自营项目较多，截至 2023 年末，公司自营项目至少尚需投资 14.43 亿元，尚需投资规模较大，且多数自营项目建设进度未达预期或投资回报周期较长，收益及资金回笼时间存在较大不确定性，公司或面临一定的资金压力。
- **公司总债务规模持续增长，偿债指标表现较弱。**公司流动性需求主要来自债务还本付息和自营项目开支，随着公司近年持续拓展市场化业务板块，投资活动现金流缺口持续扩大，项目建设及债务偿还对外部融资存在较强的依赖性，近年公司总债务规模持续增长，偿债指标表现较弱，2023 年末公司现金短期债务比为 0.52，需持续关注融资环境变化对公司再融资能力的影响。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司担保金额合计 30.10 亿元，占期末公司净资产的 31.58%。被担保企业性质均为冷水江市国有企业，区域集中度较高，但均未设置反担保条款，存在一定或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

企业简称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
娄底市城市发展控股集团有限公司	娄底市国有资产监督管理委员会	559.80	54.43%	77.89	453.66	娄底市核心的基础设施建设投融资主体
娄底市城市发展集团有限公司	娄底市城市发展控股集团有限公司	225.20	49.85%	25.54	158.99	娄底市重要的城市基础设施及重大投资项目建设和国有资产运营的综合平台
娄底锦都	娄底市国有资产监督管理委员会	95.32	38.30%	8.36	45.98	娄底市城市基础设施的重要的建设和投融资主体，业务主要包括冷水江市范围内代建项目建设、土地开发转让等
湖南省娄底经济技术开发区投资建设集团有限公司	娄底市城市发展控股集团有限公司	101.63	55.24%	10.38	84.92	娄底经济技术开发区主要的基础设施建设主体
娄底市万宝新区开发投资集团有限公司	娄底市城市发展控股集团有限公司	73.78	53.41%	6.74	62.62	娄底市万宝新区内主要的基础设施建设及土地开发整理主体

注：财务数据为 2023 年期间数/2023 年末数。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	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	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	5/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是冷水江市人民政府下属重要企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，冷水江人民政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现在以下方面：一是公司与冷水江市政府的联系非常紧密。冷水江市财政局直接持有公司 14.27% 股权，公司根据冷水江市政府安排承担当地基础设施项目建设、国有资产运营及投融资等工作，冷水江市政府对公司经营战略和业务开展拥有绝对控制权。从历史上获得支持的情况来看，冷水江市政府部门主要从资产注入和财政补贴两方面对公司进行支持，且支持力度较大。二是公司对冷水江市政府非常重要。公司是冷水江市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，且基础设施建设业务在冷水江市具有较强专营性，区域地位较突出，对政府贡献很大。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 娄底锦都债 01/23 娄锦 01	5.00	5.00	2023-4-13	2030-05-04

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行7年期5.00亿元“23娄底锦都债01/23娄锦01”，募集资金中1.00亿元用于冷水江市城东商业广场安置小区建设项目，1.40亿元用于冷水江市荷叶家园安置小区建设项目，剩余1.60亿元用于补充流动资金。截至2024年5月末，“23娄底锦都债01/23娄锦01”募集资金专户余额为3,026.80万元。

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、实际控制人均未发生变化，截至2023年末，公司注册资本及实收资本均为57,010.00万元，其中，娄底市国资委持有57.07%股权，系公司控股股东及实际控制人；冷水江市财政局和农发基金分别持有公司14.27%、28.66%股权，股权结构图如附录二所示。

公司业务区域仍集中于娄底市下辖冷水江市，是冷水江市最重要的基础设施建设和投融资主体，主要业务包括基础设施、污水处理等项目建设。作为公司市场化业务板块的拓展方向之一，2023年公司合并范围新增一家子公司负责养老服务业务运营，截至2023年末，公司纳入合并范围子公司共11家，具体见附录四。

表1 2023年公司新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
冷水江市万年松养老服务有限公司	100.00%	1.00	养老服务	新设

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构

对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

作为环长株潭城市群重要组成部分，娄底市资源丰富，为全国重要的能源原材料基地，工业基础良好，推动经济实力不断增强，经济增速高于湖南省水平，但经济规模在省内排名仍然较后，政府债务规模扩张较快

区位特征：娄底市为环长株潭城市群一小时经济圈重要城市，交通便利，作为全国重要能源原材料产业基地，锑矿储量居世界第一，煤炭、白云石、大理石等非金属储量居湖南之首。娄底市为湖南省地级市，是环长株潭城市群的重要组成部分。交通方面，娄底市是环长株潭城市群一小时经济圈的重要节点城市，沪昆铁路和沪昆高铁横穿东西，洛湛铁路和娄邵铁路纵贯南北，成为湖南的“十字型”铁路枢纽。娄底先后建成了娄新、新溆、长韶娄、安邵、娄衡、益娄、龙琅等7条高速公路，高速公路通车里程达到383公里。娄底桥头河通用机场定位为全省次中心机场，承担全省通航应急救援、运输中转服务，已于2023年10月成功试飞。此外，《娄底港总体规划（2035年）》于2023年获湖南省人民政府批复，同意建设娄底港，娄底港共形成5个作业区（涟水娄底段3个、资水娄底段2个），6处货运港口。娄底资源丰富，作为全国重要能源原材料产业基地，娄底已探明可供开采的矿藏48种，已开发25种，其中锑矿储量居世界第一，煤炭、白云石、大理石等非金属储量居湖南之首，享有“世界锑都”、“江南煤海”、“现代钢城”、“火电明珠”等美誉，工业基础良好。截至2023年末，娄底市常住人口374.32万人，较2022年末减少0.45%。

图1 娄底市区位图及“十四五”综合交通运输规划示意图



资料来源：娄底市人民政府网站

经济发展水平：依托丰富的资源，娄底市近年经济实力不断增强，经济增速高于湖南省水平，但经济规模省内排名较为靠后；受房地产等行业表现疲弱影响，近年娄底市经济增速有所放缓。近年娄底市经济实力不断增强，2023年，实现地区生产总值1,990.50亿元，同比增长5.0%，娄底市经济规模在湖南14个地级行政区中排名第11位，近年娄底市人均GDP虽有所提升，但仍处于较低水平，总体经济实力仍有待加强；2023年三次产业结构为11.3:38.3:50.4，以第二、三产业为主。

2023年，娄底市固定资产投资增速明显放缓，从投资方向看，工业技改投资和生态环境投资2023年分别下降11%、12.6%。需要注意的是，2022-2023年娄底市房地产投资金额、销售面积持续下滑，其中2023年同比下降16.5%、9.6%。近三年，受居民收入及预期扰动，娄底市社会消费品零售总额增速波动较大，2023年有所回升。2023年全市进出口总额大幅下跌，从重点商品看，主要系机电产品出口下降27.8%导致。

表2 2023年湖南省地级行政区经济财政指标情况（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	一般公共预算 支出	政府性基金收入
长沙市	14,331.98	4.8%	13.63	1,227.07	1,626.83	902.83
岳阳市	4,841.78	4.6%	9.67	200.06	599.20	248.90
常德市	4,385.70	3.6%	8.46	203.00	612.96	141.87
衡阳市	4,190.87	5.3%	6.41	202.57	625.34	266.48
株洲市	3,667.90	5.2%	9.50	192.32	592.35	119.47
郴州市	3,110.58	5.0%	6.73	187.78	533.62	117.25
湘潭市	2,741.84	5.1%	10.15	124.39	275.12	67.64
邵阳市	2,731.42	4.8%	4.28	133.73	676.64	122.91
永州市	2,495.83	4.2%	4.82	163.30	560.00	-
益阳市	2,136.21	3.4%	5.63	106.40	417.54	52.18
娄底市	1,990.50	5.0%	5.31	91.70	360.21	-

怀化市	1,948.52	5.6%	4.33	124.76	556.29	65.37
湘西土家族苗族自治州	825.85	2.6%	3.38	79.90	369.79	18.24
张家界市	613.90	4.6%	4.09	35.71	222.38	14.98

注：（1）人均 GDP 来自各市（自治州）统计公报或根据当年 GDP/当年末常住人口计算；（2）“-”表示数据未披露。
 资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

表3 娄底市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,990.50	5.0%	1,929.50	4.8%	1,825.76	7.7%
固定资产投资	-	0.7%	-	6.1%	-	4.2%
社会消费品零售总额	864.20	8.2%	798.69	2.6%	778.20	14.6%
进出口总额	173.52	-12.4%	200.3	10.5%	191.77	28.0%
人均 GDP（元）	53,056		51,065		47,893	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.37%		59.59%		59.14%	

注：“-”表示数据未公开披露。

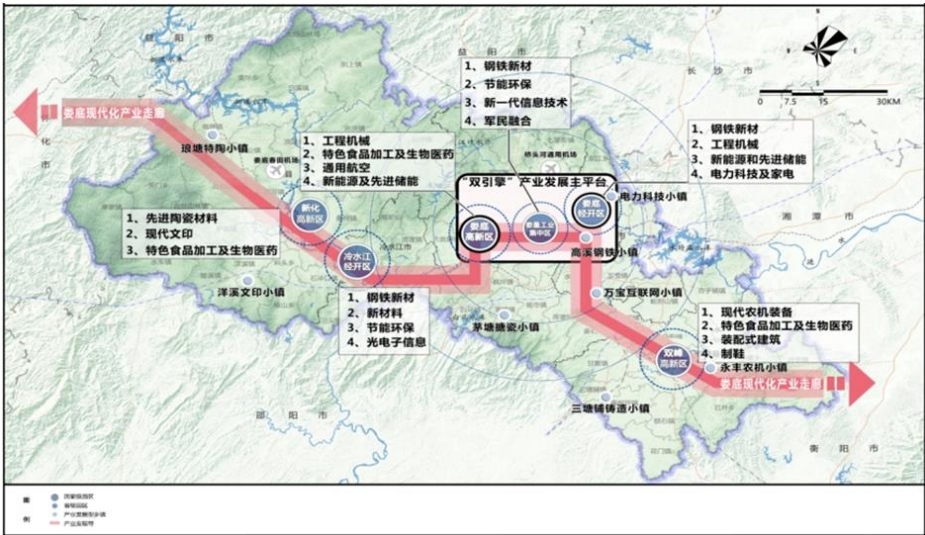
资料来源：娄底市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：娄底市拥有冶金、能源、建材、化工、机械五大支柱产业，工业基础良好，近年钢铁新材和工程机械集群在政策支持下发展较快。围绕冶金、能源、建材、化工、机械五大支柱产业，娄底市聚集了华菱涟钢、三一重工、博长股份、大唐华银金电、湖南海螺、湖南宜化、华润电力等665家规模以上工业企业，精品钢材及薄板深加工等3个产业集群入选省首批先进制造业集群名单。2023年，娄底市规模以上工业增加值同比增长5.8%，其中装备制造业占规上工业增加值比重为35%，同比增长25.0%，10条新兴优势产业链增加值同比增长5.8%，其中钢铁新材和工程机械两大产业增加值增长11.3%。娄底市正着力打造汽车零部件及工程机械零部件产业园、三一产业园、冷水江循环经济产业园及光电产业园、双峰农机机电以及不锈钢产业园等一批百亿产业园区，2023年，省级以上园区规上工业增加值增长6.8%，占娄底市规上工业增加值的73%。针对钢铁能源面临的环保影响，落后产能关停升级的转型压力，娄底市淘汰了一批不符合强制性标准和产业政策的钢铁落后产能，引导先进产能向优势企业集中，积极培育引进一批现代环保不锈钢企业，研发生产中高端不锈钢新材和实用型不锈钢产品系列，以华菱涟钢数字化智能化样板车间、远程运维、捞渣机器人等为基础，打造国家先进钢铁材料制造产业中心。2023年，娄底市强力推进“材料谷”产业项目建设“500工程”，全年“材料谷”建设重点产业项目121个，累计完成投资476.62亿元，已聚集规上企业473家，营业收入预计达到1,778亿元。

发展规划及机遇：十四五期间，娄底市将聚集打造先进制造业“双引擎”，改造升级钢铁新材产业，支持华菱涟钢、冷钢、VAMA等企业做优做强；做大做强工程机械产业，以三一集团为龙头，加快延伸产业链条、增强创新能力、提升智能化水平，做大产业规模，形成集研发、设计、制造、服务为一体的先进装备制造产业集群。大力培育战略性新兴产业，重点培育发展节能环保、新一代信息技术、通用航

空、新能源与先进储能、特色食品加工及生物医药等战略性新兴产业；做优做强现代农机装备、先进陶瓷材料、现代文印、装配式建筑、电力科技及家电等特色产业。

图2 娄底市“十四五”发展规划产业园发展格局图



资料来源：娄底市人民政府网站

财政及债务水平：受支柱产业钢铁业弱景气影响，娄底市近年一般公共预算收入存在小幅波动，2023年娄底市实现一般公共预算收入91.70亿元，税收收入占比下跌，财政自给率仍处于较低水平。区域债务方面，近三年娄底市地方政府债务余额持续扩张。

表4 娄底市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	91.70	91.71	90.77
税收收入占比	62.69%	69.99%	68.64%
财政自给率	25.46%	25.61%	26.82%
政府性基金收入	-	85.58	92.06
地方政府债务余额	667.36	583.55	486.13

注：（1）“-”表示数据未公开披露；（2）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：娄底市财政局网站，中证鹏元整理

冷水江市系典型的资源型工业城市，交通较为便捷，境内工业发达，近年来大力推动向第三产业和特色农业转型，但经济总量在娄底市五个区县中位列末尾，经济发展水平一般，财政自给率较低

区位特征：冷水江市为湖南省下辖县级市，由娄底市代管，系典型的资源型工业城市，交通较为便捷。冷水江市为湖南省下辖县级市，由娄底市代管，位于湖南中部，沪昆铁路贯穿全市，娄新高速过境与二广线相连，交通较为便捷。冷水江市下辖1乡5镇4街道和1个经济开发区。冷水江市属于典型的资源型工业城市，锡矿山锑矿储量居世界首位，有“世界锑都”之称。截至2023年末，全市常住人口32.59万人，人口持续净流出。

社会消费品零售总额	92.35	8.3%	85.24	2.7%	82.97	14.70%
进出口总额	21.8	-19.2%	26.99	-	-	-
人均 GDP（万元）	8.28		8.01		7.85	
人均 GDP/全国人均 GDP	92.64%		94.40%		96.33%	

注：1）2021年人均GDP以第七次全国人口普查结果为计算依据；2）“-”表示数据未披露。

资料来源：2021-2023年冷水江市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：冷水江是典型的工业城市和资源城市，近年来大力推动产业转型升级，并积极推动特色农业发展。冷水江市是湖南省重要的工业重镇之一，依托丰富的矿产资源，形成了钢铁、有色、煤电、煤化、建材五大产业体系，闪星铋业是全球铋市场主要生产商，冷钢集团是全国民营企业500强，金竹山火力发电分公司是中南地区最大的坑口火力发电厂，湖南宜化集团是湖南省最大的尿素生产基地。但随着资源日益枯竭，资源优势逐渐丧失，冷水江市积极布局产业转型，围绕钢铁、铋、新材料、光电子信息等四大主导产业链，加强上下游产业配套，提升产品附加值。2023年冷水江市工业增加值同比增长0.5%，其中规模以上工业增加值增长0.3%，新增规上工业企业10家，净增高新技术企业4家，新增华科高新、天宝实业等2家省级企业技术中心，中孚耐火、盛通电子等6家企业获评省级专精特新“小巨人”企业，天宝紧固件获评湖南名品和全省第三批制造业单项冠军产品。

冷水江市积极推动第一产业特色发展，聚焦现代农业，大力发展特色小水果、农产品深加工。全市现有的农业龙头企业涉及粮食、畜禽、果蔬、油料、棉麻、园林园艺等产业，2023年全市共有农产品加工企业362家，省级龙头企业9家。2023年全市实现农林牧渔业总产值23.01亿元，同比增长3.6%。

财政及债务水平：近年来冷水江市财政自给率较低。受房地产、建安、制造业等重点税源景气度较弱，叠加持续落实减税降费政策影响，近年冷水江市一般公共预算收入波动下滑，2023年实现一般公共预算收入8.65亿元，同比下降5.98%，税收占比为73.38%，财政自给率持续下滑且处于较低水平。区域债务方面，近三年冷水江市地方政府债务余额持续扩张。

为防控债务风险，稳妥化解存量债务，冷水江市政府部门牵头制定《打好防范化解风险阻击战工作方案》和具体任务清单，启动防范化解地方债务风险“1+N”方案编制工作，严格落实“一债一策”，成功获批全国隐性债务试点县市，并严格遏制新增隐性债务，强化重点项目资金来源审核，项目没有落实资金来源的一律不允许开工、涉嫌新增隐性债务的一律不允许开工、预算外资金未经审批的一律不允许开工，坚决遏制以任何形式新增政府隐性债务。此外，冷水江市政府部门正积极推进平台公司市场化转型，全面摸清全市行政事业单位国有资产、土地和矿产资源、企业国有资产、水利资源、林业资源等可变现资产资源情况，加快推进平台公司“三资”注入。

表7 冷水江市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	8.65	9.20	9.10
税收收入占比	73.38%	77.20%	76.69%

财政自给率	27.48%	28.79%	30.32%
政府性基金收入	6.32	2.22	8.22
地方政府债务余额	58.55	53.29	51.05

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：冷水江市政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是冷水江市最主要的基础设施建设主体及国有资产运营主体，基础设施建设方面具有较强专营性，跟踪期内公司新开工项目较少，代建项目投资进度放缓，但得益于公司历史承接重大项目较多，短期内公司代建项目收入具有一定可持续性；目前公司积极推进平台公司市场化转型，规划建设自营项目较多，但收益及资金回笼时间存在不确定性，同时面临较大的资金压力

作为冷水江市最主要的基础设施建设主体及国有资产运营主体，公司目前业务结构较为单一，代建项目建设收入是公司最主要收入来源，2023年占营业收入的94.42%。近年公司持续拓展市场化业务板块，主要包括物业和租赁收入、钢材销售收入、渣土及其他收入和停车场收入等，为营业收入提供一定补充，但总体收入规模较小。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
项目建设	7.90	17.60%	94.42%	7.14	17.60%	86.21%
其他收入	0.47	30.74%	5.58%	1.14	2.20%	13.79%
合计	8.36	18.33%	100.00%	8.29	15.48%	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司基础设施建设业务在冷水江市仍具有较强专营性，历史承接重大项目较多，随着存量项目逐步结算，可为公司带来一定的收入来源；公司自营项目较多，尚需投资规模较大，且多数自营项目建设进度未达预期或投资回报周期较长，收益及资金回笼时间存在不确定性，同时面临较大的资金压力

基础设施建设业务是公司的核心业务，公司承担了冷水江市基础设施、棚户区改造、医疗服务设施等建设任务。公司基础设施建设业务模式主要有两种，一是政府委托代建模式，公司与冷水江市政府于2011年12月30日签订了《冷水江市城市建设项目委托代建合作协议书》，冷水江市政府委托公司对冷水江市城市基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，项目完工之后冷水江市政府按照不低于项目经审定投资总额（含项目融资费用）的125%价款对项目进行支付；二是政府购买服务模式，根据项目相关政府文件及政府购买合同，公司自筹或者申请银行借款筹集建设期资金，待项目完工后由冷水江市人民政府逐年回购，回购期限为15-20年左右。

在实际操作中，公司本部每年年末与委托方签订结算协议，双方根据第三方机构对项目投资总额的

评审，确定项目总投资额即项目成本，委托方按约定支付公司不低于1.25倍投资总额的价款。从业务开展情况来看，随着结算项目增加，2023年公司项目建设收入有所增长，主要来自冷水江市城东生态城整体城镇化建设项目一期、资江二桥等项目的收入。

业务开展方面，公司作为冷水江市最主要的基础设施建设主体，历史承接的重大项目较多，但受湖南省项目投资新政影响，2022年以来无新开工项目，项目投资进度亦显著放缓，在建基础设施建设项目以续建和收尾为主，后续投资较少。截至2023年末，公司存货中尚未结算的基础设施项目建设成本18.83亿元，随着项目逐步结算，短期内可为公司带来一定的收入来源。但需要关注的是，公司基础设施建设项目回款表现不佳，2023年收现比为0.57。

表9 截至 2023 年末公司尚未结算的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	业务模式
冷水江市城东生态群丰水库综合治理及配套设施工程	5.04	0.87	政府购买服务
冷水江市城市基础设施扩容提质建设工程一期	4.81	0.85	政府购买服务
冷水江市锡矿山独立工矿区医疗服务设施建设项目	3.84	2.43	政府购买服务
娄底幼儿师范学校升专扩建项目	3.86	3.27	政府购买服务
冷水江市群丰农民集中建房建设项目	4.00	3.06	政府购买服务
合计	21.55	10.48	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营项目投资规模较大，主要在建自营项目计划总投资24.99亿元。其中，冷水江市光电子产业孵化园项目和冷水江高新科技产业园（一期）项目预计收入来源主要为物业出租和出售等，截至2023年末，冷水江市光电子产业孵化园项目和冷水江高新科技产业园（一期）项目建成部分已开始对外招商，高新园目前已有9家企业入驻，孵化园有1家企业入驻，但受减免租金等政策影响，目前出租收入规模较小。冷水江市城东商业广场安置小区建设项目及冷水江市荷叶家园安置小区建设项目为“23娄底锦都债01”募投项目，预计建设期间分别为2021.11-2023.10和2021.10-2023.9，截至2023年末，前述项目建设进度均不及预期，预计收入来源为保障房、配套商业、停车场等的销售收入和出租收入。冷水江市第二污水处理厂工程及冷水江市涟溪桥公共租赁住房项目系“16娄底锦都债”募投项目，均已完工，但长期未竣工验收，预计收入分别为污水处理收入和租赁收入。

另外，根据公司后续市场化转型方向的业务安排，公司规划建设新能源充电桩示范建设项目、冷水江市三级养老服务设施建设项目自营项目。其中，新能源充电桩示范建设项目规划建设充电桩及配套设施，主要分布于冷水江市政府机关、事业单位、国有企业、产业园区等，计划建设新能源汽车充电桩总数量1,640个以及充电桩雨棚、车辆限位桩、消防等辅助配套设施工程等。冷水江市三级养老服务设施建设项目计划以公开投标方式取得闲置的冷水江人民医院老院、低效运营的冷水江市俩塘养老服务中心，以及铎山、渣渡等冷水江市14家公办养老院（敬老院）经营权，并进行提质改造，预计收入来源于养老服务收入。此前，公司“16娄底锦都债”募投项目冷水江市综合养老产业项目已于2020年完工转入固定

资产，截至2023年末，暂未产生收入。

截至2023年末，公司自营项目至少尚需投资14.43亿元，若考虑各自营项目已获取和准备发行的债券募集资金，尚存在一定规模资金缺口。中证鹏元关注到，公司在建、拟建自营项目较多，未来能够进一步丰富收入结构，但尚需投资规模较大，且多数自营项目建设进度未达预期或投资回报周期较长，收益及资金回笼时间存在较大不确定性，公司或面临一定的资金压力。

表10 截至 2023 年末公司在建、拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	债券资金	收益方式
冷水江市光电子产业孵化园（一期）	3.16	0.55	2.61	-	物业出租、增值服务收益、技术转让和技术成果产业化收益
冷水江高科技产业园（一期）项目	4.76	3.66	1.10	-	租赁及物业销售
冷水江市第二污水处理厂工程	0.60	0.23	0.37	0.42	污水处理收入
冷水江市涟溪桥公共租赁住房项目	0.73	0.42	0.31	0.51	租赁收入
冷水江市城东商业广场安置小区建设项目	4.64	3.64	1.00	1.00	保障房、配套商业、停车场等的销售收入和出租收入
冷水江市荷叶家园安置小区建设项目	6.62	2.06	4.56	1.40	保障房、配套商业、停车场等的销售收入和出租收入
新能源充电桩示范建设项目	0.99	-	0.99	-	充电服务收入
冷水江市三级养老服务机构建设项目	3.49	-	3.49	-	养老服务收入
合计	24.99	10.56	14.43	3.33	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司持续拓展市场化经营板块，但收入规模均较小

公司市场化经营业务包括租金、物业费、钢材销售和停车场业务等，2023年公司其他业务收入为0.47亿元，同比大幅下滑，主要系2022年公司其他业务中新增土地销售收入0.88亿元所致，该业务可持续性较弱。

租金收入和物业费收入来自于自有产业园、公租房、商业门面等出租和物业管理，2023年公司租金和物业费收入略有增长。近年公司通过外购方式拓展可租赁资产，2023年末新增账面价值0.92亿元的位于冷水江市商业步行街的商铺、办公楼等固定资产，公司拟装修后对外出租，未来需持续关注宏观经济波动下公司自持物业对外出租情况。

销售商品业务主要由子公司冷水江市城发实业有限公司（以下简称“城发实业”）负责运营，主要从事钢材、渣土贸易，以购销差价作为盈利来源。

渣土及其他业务主要由子公司冷水江市城投渣土运输有限责任公司（以下简称“渣土运输公司”）负责运营，公司以自有车辆服务当地工程建设、房地产开发公司等进行渣土运输，近年收入波动不大。

停车场业务由子公司冷水江市锦都静态交通运营有限公司（以下简称“静态交通”）负责运营。随着公司“16娄底锦都债”募投项目之一冷水江城市停车场投入使用，2023年公司实现停车场收入538.27万元，同比大幅增长，公司持有停车场收费标准为超过45分钟后开始计费，2.3元/30分钟，不足30分钟按30分钟计费，每个计费时段最高限价30元。停车场业务及配套充电桩业务为公司后续规划的主要市场化业务板块之一，截至2023年末，公司固定资产、在建工程中停车场相关资产账面价值合计2.20亿元。

销售不动产收入存在较大波动，且可持续性存在较大不确定性。2023年公司实现房产销售收入516.15万元，主要系公司为提高资产利用率，处置部分未对外租赁的资产所致。

跟踪期内公司继续获得政府在财政补贴方面的大力支持

2023年公司及其子公司获得冷水江市财政局补助3.35亿元，占同期利润总额的比重为225.60%，提升了公司的盈利水平。

六、财务分析

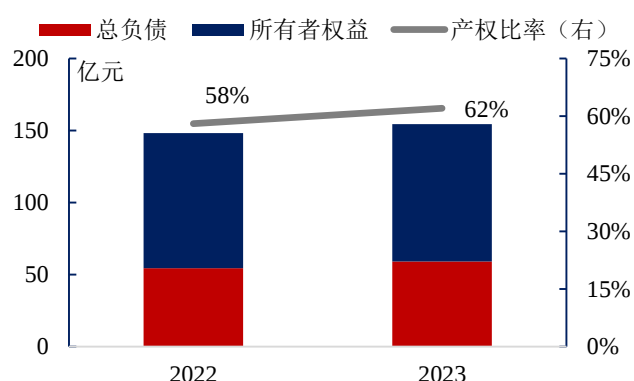
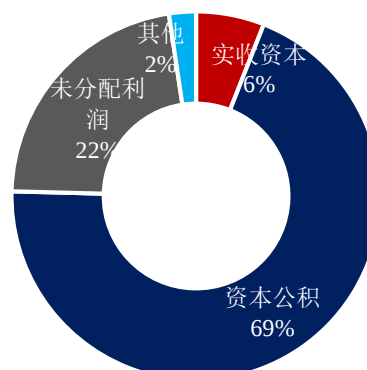
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新纳入1家子公司进入合并范围，截至2023年末，公司合并范围内子公司共11家，具体见附录四。

资本实力与资产质量

随着项目推进，公司资产规模持续增长；存量资产以应收款项和项目建设成本、土地为主，受限资产及未办理权证的资产占比较大，资产流动性、收益性不佳

得益于利润积累，2023年公司所有者权益小幅增长，但在公司负债增长驱动下，2023年末公司产权比率持续抬升至62.06%。从权益结构来看，所有者权益主要为冷水江政府及财政局划拨注入资产形成的资本公积。

图5 公司资本结构

图6 2023年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施代建业务收入占比达85%以上，由于公司承接的基础设施建设项目和自营项目结算或回款较为滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货及在建工程中，并且因代建产生的对冷水江市财政局及区域内国有企业的应收类款项持续累积，近年来上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的85%，对其资产变现能力造成较大影响。

公司存货主要由开发成本和存量土地组成；截至2023年末，公司存货-开发成本22.01亿元，主要系历史累积的大量尚未结算的基础设施项目成本和在建自营项目投资成本，随着近年新增代建项目投资较少，存量代建项目投入成本陆续结转，开发成本账面价值持续下滑；存量土地主要由公司历年来通过政府划拨以及招拍挂方式取得的土地使用权构成，2023年末变动不大，账面价值为54.67亿元，共74宗土地资产，总面积250.76万平方米，多位于冷水江城市城东生态城，用途多为商服和综合用地，主要为出让用地，其中，账面价值1.50亿元的通过招拍挂取得的土地权证尚在办理中，已抵押的土地账面价值27.22亿元，未办理土地证与已抵押的土地合计占存量土地账面价值的52.55%。应收款项以应收冷水江市财政局工程结算款及与区域内国企、事业单位等往来款为主，2023年末变动不大，应收款项占公司总资产的比重达33.26%，对公司资金形成较大占用。公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，得益于2023年代建业务回款增加及本期债券成功发行，2023年末货币资金账面余额大幅增长。

公司固定资产主要包括冷水江城市停车场、冷水江综合养老产业及污水处理厂房屋资产等，其中，冷水江城市停车场、冷水江综合养老产业均为“16娄底梯都债”募投项目完工转固资产，根据募集说明书及募投项目可行性研究报告，冷水江市综合养老产业项目、冷水江市城市停车场建设项目建成后预计正常年份营业收入分别可实现1.33亿元和1.36亿元，从公司目前营业收入明细来看，项目实际收入情况不达预期，且均尚未办妥权证，资产收益性较弱。在建工程均为公司自营项目，随着项目推进建设，在建工程账面价值持续增长，但建成后能否实现预期收益存在不确定性。公司无形资产以土地使用权和养老院特许经营权为主，近年账面价值变动不大。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	1.67%	1.10	0.74%
应收账款	33.54	21.71%	33.83	22.81%
其他应收款	17.83	11.54%	10.18	6.87%
存货	76.69	49.64%	81.74	55.12%
流动资产合计	130.89	84.73%	126.85	85.54%
固定资产	7.69	4.98%	6.99	4.72%
在建工程	4.41	2.85%	4.01	2.70%
无形资产	4.70	3.04%	4.80	3.24%
非流动资产合计	23.58	15.27%	21.44	14.46%
资产总计	154.48	100.00%	148.29	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司受限资产价值合计37.77亿元，尚未办妥权证资产8.33亿元，合计占全部资产的29.84%，占总资产的比重相对较高。

表12 2023 年末公司受限及未办妥权证资产构成情况（单位：万元）

项目	受限账面价值	受限原因	尚未办妥权证部分	受限及未办妥权证资产比例	占总资产比重
存货-土地使用权	272,241.44	借款、债券抵押	15,031.90	52.55%	18.60%
固定资产	833.80	借款抵押	68,237.75	89.81%	4.47%
投资性房地产	14,313.66	借款抵押	-	49.33%	0.93%
无形资产	2,975.52	借款、债券抵押	-	6.33%	0.19%
应收账款	87,357.41	债券质押	-	26.04%	5.66%
货币资金	6.54	保证金	-	0.03%	0.00%
总计	377,728.38	-	83,269.65	-	29.84%

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司存量待结算代建项目规模较大，短期内可为公司带来一定的收入来源；但主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑

公司营业收入主要来自基础设施建设委托代建业务，2023年收入规模略有增长。截至2023年末，公司存量待结算代建项目规模较大，随着项目逐步结算，短期内可为公司带来一定的收入；此外，公司自营项目较多，未来收入来源包括房产销售收入、出租收入、养老服务收入等，预计能丰富公司收入构成，但公司自营项目运营后的房产、幼儿园、停车位销售与出租经营情况受市场环境影响较大，存在收入不达预期的可能。近年公司持续拓展市场化业务板块，但收入规模均较小。毛利率方面，项目建设收入毛利率较为稳定，受市场化业务板块毛利率较高收入占比提高影响，2023年公司销售毛利率有所抬升。

从利润构成来看，公司主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑，2023年公司取得冷水江市政府补助3.35亿元，占同期利润总额的比重为225.60%。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	8.36	8.29
营业利润	1.50	1.47
其他收益	3.35	2.41
利润总额	1.49	1.47
销售毛利率	18.33%	15.48%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司流动性需求主要来自债务还本付息和自营项目开支，跟踪期内公司拓展市场化业务板块，投资活动现金流缺口大幅扩大，项目建设及债务偿还对外部融资存在较强的依赖性，公司总债务规模持续增长，偿债指标表现较弱，需持续关注融资环境变化对公司再融资能力的影响

随着项目建设持续投入和债务滚续需求，2023年末公司总负债规模上升至59.16亿元。公司负债主要由刚性债务以及与当地国企的往来款构成；其中刚性债务规模较大，近年来占总负债的比例维持在70%以上。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.20	0.33%	0.12	0.22%
其他应付款	11.51	19.46%	7.26	13.33%
一年内到期的非流动负债	4.80	8.12%	7.32	13.43%
流动负债合计	19.16	32.38%	16.99	31.19%
长期借款	33.01	55.79%	27.39	50.28%
应付债券	5.00	8.45%	3.20	5.87%
长期应付款	1.99	3.37%	6.89	12.65%
非流动负债合计	40.00	67.62%	37.48	68.81%
负债合计	59.16	100.00%	54.47	100.00%
总债务	45.98	77.73%	40.61	74.54%
其中：短期债务	5.00	8.45%	7.44	13.65%
长期债务	40.98	69.28%	33.17	60.89%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司总债务规模持续增长，从融资渠道来看，以质押借款、抵押借款和抵押保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，2023年末占公司总债务的80.94%，授信方主要为政策性银行或大型国

有银行，及长沙银行、冷水江农商银行等地方性银行。债券融资对公司外部融资形成一定补充，随着债权融资计划均于2023年到期，2023年末应付债券为2023年4月发行的“23娄底梯都债01”，账面余额为5.00亿元，“23娄底梯都债01”已设置提前偿还和回售条款，届时需关注公司资金安排。公司有三笔“明股实债”性质的增资款，分别系子公司开元发展及冷水农发从国开基金和农发基金取得的增资款，计入长期应付款科目核算，实收资本中另有一笔公司本部从农发基金取得的增资款，国开基金及农发基金在投资期间有权向公司及子公司收取投资收益，收益率最高不超过年化1.20%，该部分资金期限较长且融资成本较低。另有子公司冷水农发及扶贫开发从湖南省扶贫开发投资有限公司取得的有息借款，2023年末余额为1.04亿元，借款利息年利率为1.2%。从债务期限结构来看，得益于公司借款中银行项目贷期限较长，存量债务以中长期为主。

另外，与区域间其他国企的往来所形成的拆借款是近年公司资金周转的重要部分，该类款项占比较高且增速较快。

表15 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	占比	1 年以内	1 年以上
银行借款	短期借款：3.75%-5.00% 长期借款：4.06%-6.96%	37.22	80.94%	4.22	33.01
债券融资	5.95%	5.20	11.31%	0.20	5.00
其他融资	1.20%	3.56	7.75%	0.58	2.98
合计	-	45.98	100.00%	5.00	40.99

注：其他融资为纳入长期应付款科目核算的增资款及公司从湖南省扶贫开发投资有限公司取得的有息借款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 截至 2024 年 6 月末公司存续债券明细及到期分布（单位：亿元）

存续债券	发行规模	债券余额	票面利率	起息日	到期日	特殊条款	到期分布				
							2024	2025	2026	2027	2028
23 娄底梯都债 01	5.00	5.00	5.95%	2023-05	2030-05	提前偿还、回售	-	-	1.00	1.00	3.00

注：存续债券到期偿付未考虑利息，到期分布考虑回售及提前偿还条款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司流动性需求主要来自债务还本付息和自营项目开支。随着代建项目新增投资较少，公司经营活动净现金流受基础设施建设回款进度及往来款收支影响较大，2023年持续净流入。投资活动以自营项目投资和外购资产为主，2023年公司持续拓展市场化业务板块，投资活动现金流净流出2.53亿元。公司主要通过银行抵质押借款、发行债券及其他应付款等弥补资金缺口，融资渠道相对单一，得益于本期债券发行，2023年筹资活动现金流由负转正。目前公司在建自营项目较多，且项目建设和回收周期较长，仍需新增大量长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，需持续关注融资政策变化对公司的影响。

从偿债能力指标来看，公司资产负债率持续抬升，2023年末为38.30%，考虑到非经营性资产规模较大，实际负债经营程度较高。得益于2023年末账面货币资金增幅较大，现金短期债务比上升至0.52，但现金类资产仍难以对即期债务偿付形成有效保障。公司利润总额及EBITDA主要来源于冷水江市政府的

财政补贴，2023年有所改善。截至2023年末，公司获得主要金融机构授信额度合计51.69亿元，尚未使用的授信额度为1.02亿元。

表17 公司现金流及偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.73	2.40
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.19	2.71
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.53	-1.31
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	1.82	-1.48
现金及现金等价物净增加额（亿元）	1.48	-0.08
资产负债率	38.30%	36.73%
现金短期债务比	0.52	0.15
EBITDA 利息保障倍数	1.69	1.22

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平暂无影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但根据公司提供的说明，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2023年公司董事长由康红林变更为段忠诚，董事兼任总理由伍志高变更为曾国良，其他董事由潘瞰、欧阳跃常、李鸣曙变更为王健华、姜文涛、孙智远。2023年董监高离任（含变更）人数5人，离任人数占全体董监高总人数比重为41.67%。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月1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2023年末，公司担保金额合计301,048.63万元，占期末公司净资产的31.58%。被担保企业性质均为冷水江市国有企业，区域集中度较高，但均未设置反担保条款，存在一定或有负债风险。

表18 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	被担保方性质	担保金额	担保形式
冷水江市城东生态城建设投资有限公司	国企	20,000.00	单人担保
湖南瑞海建设工程有限公司	国企	2,000.00	单人担保
冷水江市人民医院	事业单位	2,000.00	单人担保
冷水江经济开发区科技创业园投资开发有限责任公司	国企	117,120.00	单人担保
冷水江市振欣乡村建设发展有限公司	国企	61,157.63	单人担保
湖南新经源实业发展有限公司	国企	88,971.00	单人担保
冷水江市骏马自来水有限责任公司	国企	3,000.00	单人担保
冷水江市开源环保有限公司	国企	2,800.00	单人担保
冷水江市冷江宾馆有限责任公司	国企	3,000.00	单人担保
娄底广益建设工程有限公司	国企	1,000.00	单人担保
合计	-	301,048.63	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是冷水江市人民政府下属重要企业，57.07%股权上划至娄底市国资委，冷水江市财政局持有公司14.27%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，冷水江市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与冷水江市政府的联系非常紧密。冷水江市财政局直接持有公司14.27%股权，公司根据冷水江市政府安排承担当地基础设施项目建设、国有资产运营及投融资等工作，冷水江市政府对公司经营战略和业务开展拥有绝对控制权。从历史上获得支持的情况来看，冷水江市政府部门主要从资产注入和财政补贴两方面对公司进行支持，且支持力度较大，2010年以来当地政府部门将大量资金和土地资产注入公司，合计净增加实收资本和资本公积68.33亿元，2021-2023年公司及其子公司分别获得冷水江市财政局补助2.62亿元、2.41亿元和3.35亿元，提升了公司的盈利水平。

（2）公司对冷水江市政府非常重要。公司是冷水江市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，且基础设施建设业务在冷水江市具有较强专营性，区域地位较突出，对政府贡献很大。作为公开市场发债主体，若发生信用风险，将对当地融资环境产生较大影响。

九、债券偿还保障分析

湖南融担集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平

根据湖南融担集团出具的担保函，湖南融担集团为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保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。担保期间为本期债券（存续期及本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时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。

湖南融担集团前身为湖南融担集团有限责任公司，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（以下简称“湖南省国资委”）整合湖南省属相关国有担保资源组建了湖南融担集团，注册资本 40 亿元。2018 年，湖南融担集团名称更改为现名。2019 年 6 月，湖南融担集团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，湖南融担集团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融担集团 66.67%和 33.33%的股权。2019 年 12 月，财信金控将其持有的湖南融担集团 33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至 2023 年末，湖南融担集团注册资本为 60 亿元，实收资本为 57.79 亿元，唯一股东为湖南省财政厅。

湖南融担集团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“湖南省中小担保”）、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。

湖南融担集团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，客户主体评级主要为 AA 级，截至 2023 年末，直接融资担保余额为 342.13 亿元。随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，公司的债券担保业务未来增长承压，面临较大的业务转型压力。

湖南融担集团间接融资担保业务主要包括贷款担保和置业担保，截至 2023 年末，间接融资担保余额为 537.30 亿元，2021-2023 年复合增长率为 18.88%。湖南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 月被纳入湖南省政府性融资担保机构名单。湖南省中小担保根据各级园区、优势产业链企业、小微企业的融资需求，开发推出了“湘汇担”、“银担普惠信用贷”等批量化线上贷款担保产品。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 年纳入湖南融担集团合并范围，主要开展住房公积金贷款担保业务。

2020 年以前，湖南融担集团再担保业务全部由湖南融担集团本部经营；2020 年 1 月，湖南融担集团

新设子公司湖南再担保，再担保业务全部转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，其中银担“总对总”批量业务于 2021 年初在湖南省启动，已实现该项业务在湖南省全部 14 个市州的覆盖。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、直保机构、银行、市州及县级人民政府按照 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%。湖南融担集团再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2023 年末再担保余额为 772.99 亿元，近三年复合增长率为 54.10%。

表19 湖南融担集团担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	1,018.46	843.68	651.72
当期解除担保额	849.76	483.79	306.58
期末担保余额	1,678.67	1,409.80	1,049.91
其中：融资担保余额	1,652.41	1,401.34	1,047.27
间接融资担保余额	537.30	461.49	380.22
直接融资担保余额	342.13	377.51	341.53
再担保余额	772.99	562.34	325.52
非融资担保余额	26.25	8.46	2.64
融资担保责任余额*	782.24	464.46	386.70
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.77	6.98

*均不含再担保业务。

资料来源：湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团发生代偿的项目主要来自湖南省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，2023 年湖南融担集团当期担保代偿率为 0.67%，同比下降 0.18 个百分点。截至 2023 年末，湖南融担集团应收代偿款余额为 11.16 亿元。湖南融担集团积极推进历史风险项目诉讼进程，2023 年末累计代偿回收率为 48.88%。由于法律诉讼程序通常较长，现阶段代偿回收进度整体较为缓慢，未来湖南融担集团代偿回收效率仍需持续提升。截至 2023 年末，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 2.80 亿元、13.09 亿元和 1.55 亿元，担保风险准备金合计为 17.44 亿元，同比增长 32.52%；拨备覆盖率为 156.27%，总体看湖南融担集团风险准备金提取水平较为充足。

表20 湖南融担集团主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	91.33	92.31	85.20
货币资金	34.68	39.36	37.25
应收代偿款净额	11.16	9.39	11.95
所有者权益合计	64.99	63.07	59.51
营业收入	9.74	7.46	6.09

净利润	1.81	0.70	0.60
净资产收益率	2.83%	1.14%	1.01%
当时代偿率*	0.67%	0.85%	1.17%
累计担保代偿率*	2.17%	2.63%	3.02%
累计代偿回收率*	48.88%	46.50%	40.55%
拨备覆盖率	156.27%	140.21%	90.37%

注：*均不含再担保业务。

资料来源：湖南融担集团 2021-2023 年审计报告及湖南融担集团提供，中证鹏元整理

2023 年末湖南融担集团资产总额为 91.33 亿元，主要由货币资金、应收代偿款和金融投资构成。截至 2023 年末，湖南融担集团货币资金为 34.68 亿元，其中银行存款 33.89 亿元，受限货币资金账面价值 1.96 亿元，主要为备付金和公积金监管资金。湖南融担集团投资资产主要包括理财产品和股权投资资产，截至 2023 年末投资资产规模 36.00 亿元，其中交易性金融资产为 12.57 亿元，主要为持有的信托计划投资产品；同期末湖南融担集团其他权益工具投资 23.43 亿元，主要包括对财信金控的 20 亿元投资，根据双方签订的《权益投资合同》，该笔投资年化收益率为 3.92%，且自投资生效日满 7 年后及此后的任一投资周期末，财信金控有权赎回投资权益，该笔投资约定期限为 2019 年 12 月至 2026 年 12 月，期限较长，可获得稳定的投资收益。截至 2023 年末，湖南融担集团本部 I、II 级和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 37.44%、46.42%和 20.58%，以对其他融资担保公司或再担保公司的股权投资为主的 II 级资产占比较高，资产流动性一般。

2023 年末湖南融担集团负债总额为 26.34 亿元，主要包括准备金负债和其他应付款。随着担保业务规模的增加，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金逐年增加，2023 年末分别为 2.80 亿元、13.09 亿元。

2023 年末湖南融担集团所有者权益合计 64.99 亿元，其中实收资本为 57.79 亿元，资本实力较强。2023 年末湖南融担集团融资担保责任余额放大倍数为 7.78，近三年呈现一定上涨趋势。

受益于担保业务规模增长，2021-2023 年湖南融担集团营业收入复合增长率为 26.47%。2023 年湖南融担集团实现营业收入 9.74 亿元，同比增长 30.56%；其中担保业务收入 5.47 亿元，2021-2023 年复合增长率为 6.31%。湖南融担集团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，2023 年实现利息收入和投资收益合计 2.70 亿元。2023 年湖南融担集团实现净利润 1.81 亿元，同比增长 158.57%，2023 年湖南融担集团净资产收益率为 2.83%，同比上涨幅度较大，盈利能力有一定提升。

表21 湖南融担集团收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	5.47	56.16%	5.58	74.82%	4.84	79.47%
提取未到期责任准备金	0.006	0.06%	(0.55)	(7.41%)	(1.13)	(18.56%)

已赚担保费	5.48	56.26%	5.03	67.41%	3.70	60.76%
利息收入	0.60	6.16%	0.46	6.17%	0.42	6.90%
投资收益	2.10	21.56%	0.98	13.16%	1.15	18.88%
其他收入	1.56	16.06%	0.99	13.26%	0.82	13.46%
营业收入合计	9.74	100.00%	7.46	100.00%	6.09	100.00%

注：湖南融担集团其他收入包括政府补助、租金收入、资产处置收益等。

资料来源：湖南融担集团 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

湖南融担集团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，可为湖南融担集团在资金及业务拓展方面提供较大支持。

综上，湖南融担集团由湖南省财政厅全资持股，其子公司承担政策性担保业务，在资金注入、业务拓展及风险分担等方面得到当地政府大力支持；业务发展态势良好，担保业务规模保持增长，资本实力强。同时中证鹏元也关注到在宏观经济增长承压、城投类企业融资政策收紧等因素的影响下，湖南融担集团主要客户群体城投类企业、中小微企业均面临较大的经营压力，对其风险管理能力提出了更高要求；应收代偿款规模较大，代偿回收率较低等风险因素。

经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由湖南融担集团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、结论

公司作为服务于冷水江市发展的最主要基础设施建设主体，公司基础设施建设业务具有较强专营性，业务内容涉及基础设施、污水处理等项目建设等。虽然公司资产大量沉淀于项目成本和应收账款，流动性较弱；在建自营项目较多，自营项目资金平衡情况有待关注，随着公司近年持续拓展市场化业务板块，投资活动现金流缺口持续扩大，项目建设及债务偿还对外部融资存在较强的依赖性且面临一定的或有负债风险。但考虑到公司在业务、补贴方面持续获得当地政府较大力度的支持。

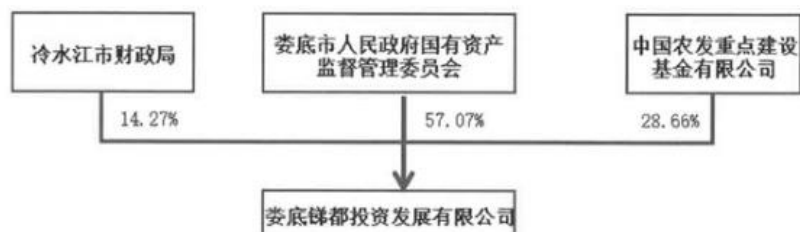
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“23娄底锦都债 01/23 娄底锦 01”的信用等级为 AAA。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	2.58	1.10	1.18
应收账款	33.54	33.83	27.75
其他应收款	17.83	10.18	6.69
存货	76.69	81.74	89.31
流动资产合计	130.89	126.85	125.14
固定资产	7.69	6.99	7.24
无形资产	4.70	4.80	4.54
非流动资产合计	23.58	21.44	18.47
资产总计	154.48	148.29	143.60
短期借款	0.20	0.12	0.08
应付账款	0.44	0.25	0.14
应交税费	1.99	1.92	1.60
其他应付款	11.51	7.26	4.34
一年内到期的非流动负债	4.80	7.32	5.62
流动负债合计	19.16	16.99	12.09
长期借款	33.01	27.39	26.73
应付债券	5.00	3.20	5.34
长期应付款	1.99	6.89	5.84
非流动负债合计	40.00	37.48	37.90
负债合计	59.16	54.47	50.00
所有者权益	95.32	93.81	93.61
营业收入	8.36	8.29	10.62
营业利润	1.50	1.47	1.51
其他收益	3.35	2.41	2.62
利润总额	1.49	1.47	1.51
经营活动产生的现金流量净额	2.19	2.71	1.60
投资活动产生的现金流量净额	-2.53	-1.31	-0.68
筹资活动产生的现金流量净额	1.82	-1.48	-1.29
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	18.33%	15.48%	14.25%
资产负债率	38.30%	36.73%	34.82%
短期债务/总债务	10.87%	18.31%	14.50%
现金短期债务比	0.52	0.15	0.21
EBITDA（亿元）	4.21	3.08	3.88
EBITDA 利息保障倍数	1.69	1.22	1.73

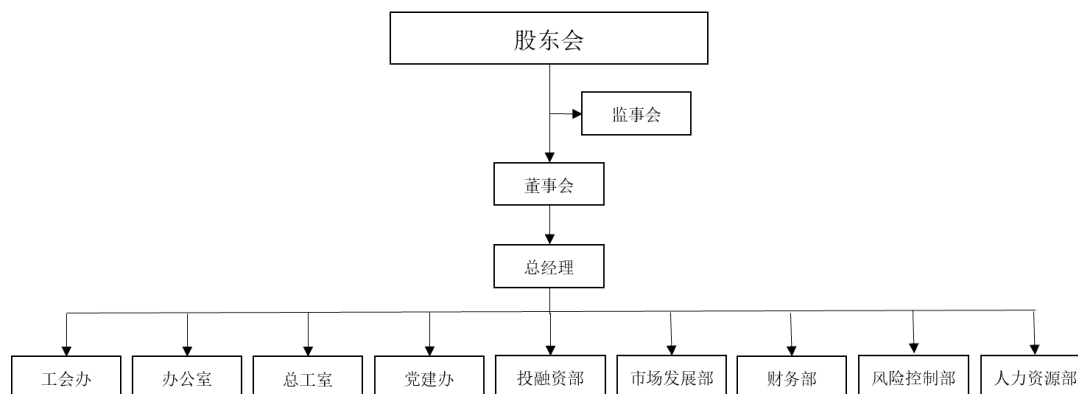
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
冷水江市农业发展有限公司	1.15	87.00%	基础设施建设、农产品销售	无偿划转
冷水江市君安置业有限公司	1.00	100.00%	房地产开发	出资设立
冷水江市城发实业有限公司	1.00	100.00%	建材批发	出资设立
冷水江市经华污水处理有限公司	0.20	100.00%	城市生活污水净化处理	出资设立
冷水江市城投物业管理有限公司	0.05	100.00%	物业、家政服务、食品销售	出资设立
开元发展（冷水江）投资有限公司	2.59	100.00%	基础设施建设、房地产业投资	出资设立
冷水江市城投渣土运输有限责任公司	0.50	100.00%	渣土运输；普通货物道路运输；渣土处理	出资设立
冷水江市精准扶贫开发投资有限公司	0.10	100.00%	城乡基础设施建设、扶贫搬迁投融资服务	出资设立
冷水江市梯都静态交通运营有限公司	0.50	100.00%	机动车、电子产品服务	出资设立
冷水江市城投石化销售有限公司	0.30	50.00%	汽油、柴油销售	出资设立
冷水江市万年松养老服务有限公司	1.00	100.00%	养老服务	出资设立

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

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。