

2017年第一期湖南森特实业投资有限公司 公司债券、2019年第一期湖南森特实业投 资有限公司公司债券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

2017年第一期湖南森特实业投资有限公司公司债券、2019年第一期湖南森特实业投资有限公司公司债券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
PR17 森特/17 森特债 01	AA	AA
19 森特 01/19 森特债 01	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：衡阳市系湖南省省域副中心城市，依托交通枢纽的区位优势和丰富的矿产资源，经济体量和财政实力位居湖南省前列，湖南森特实业投资有限公司（以下简称“森特实业”或“公司”）作为衡阳市基础设施建设主体之一，主要负责湖南衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）范围内的基础设施建设及园区运营等业务，业务持续性较好，并持续得到较大力度的外部支持；但中证鹏元也关注到，公司资产以账龄较长的应收账款及存货为主，资产流动性偏弱，伴随着在建项目的持续投入，公司面临一定的资金压力和债务压力等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务预计持续性较好，且可望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 29 日

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	140.79	142.41	143.06
所有者权益	67.24	65.77	63.33
总债务	44.86	51.84	54.11
资产负债率	52.24%	53.81%	55.73%
现金短期债务比	0.57	0.31	1.15
营业收入	6.93	7.23	6.74
其他收益	1.40	1.26	1.22
利润总额	1.54	1.58	1.54
销售毛利率	9.30%	10.09%	8.33%
EBITDA	2.02	1.81	1.85
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.61	0.60
经营活动现金流净额	10.74	-1.26	1.26

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 衡阳市系湖南省省域副中心城市，经济体量位居湖南省前列。**衡阳市系湖南省省域副中心城市，位于湖南省中南部、京广高铁经济带之上，是湖南省著名的有色金属之乡，也是省内重要的非金属矿产资源基地，良好的区位和便利的交通使得衡阳市成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台，衡阳市已形成“一核两电三色四新”十大主导产业布局，2023年实现GDP 4,190.87亿元，位列湖南省第四。
- 公司作为衡阳市基础设施建设主体之一，业务持续性较好。**根据公司与衡阳市人民政府及湖南衡阳松木工业经济开发区管理委员会（以下简称“松木经开区管委会”）签订的框架性协议，公司受政府委托承担松木经开区范围内的基础设施建设和保障性住房建设项目的投资建设，截至2023年末公司在建基础设施代建工程规模较大。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。**公司2023年获得松木经开区给予的投资补偿款等财政补贴1.40亿元，有效提升了公司利润水平。

关注

- 公司资产以账龄较长的应收款项及存货为主，资产流动性偏弱。**2023年末公司资产仍以应收款项和存货为主，二者合计占比总资产超80%，应收账款部分款项账龄偏长，对资金形成一定占用，存货主要由土地及代建工程项目构成，且其中土地抵押比率较高。
- 公司在建项目所需资金规模较大，面临一定的建设资金压力。**截至2023年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，对外部融资依赖程度较高，随着项目建设的持续推进，公司面临一定的资金支出压力。
- 公司债务指标表现较差，整体债务压力仍较大。**截至2023年底，公司总债务规模为44.86亿元，较上年小幅下降，但公司现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均处于较低水平。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	职能定位及业务	总资产	营业收入	总债务
衡阳市城市建设投资有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	负责衡阳市本级土地整理和基础设施建设业务	1,479.73	22.49	777.33
衡阳市国有资产投资控股集团有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	负责国有资产经营、路桥工程、有色金属销售、汽车销售等业务	577.56	48.27	249.89
衡阳高投投资（集团）有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	承担着衡阳高新区核心区范围内的基础设施工程项目的建设及棚户区改造任务	595.19	33.41	210.63
湖南森特实业投资有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	从事衡阳松木经开区范围的土地整理开发和城市基础设施建设	140.79	6.93	44.86

注：1.除公司外，其他企业总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

2.财务数据均为2023年末/2023年度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开资料，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	6/7	经营&财务状况	经营状况	4/7
	ESG 因素			财务状况	4/7
调整因素	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-2
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
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

- 公司是衡阳市基础设施建设主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，衡阳市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）直接持有公司 95.93% 股权，三重一大事项均要报批股东，公司大部分业务来源于政府及相关单位，衡阳市政府对公司经营战略及业务运营有强大的影响力。另一方面，公司主要承担了松木经开区基础设施建设及园区运营任务，在基础设施建设方面对衡阳市贡献较大，且公司已公开发行多期债券，若公司违约将对衡阳市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为衡阳市政府提供支持的能力很强，主要体现为衡阳市系湖南省省域副中心城市，依托交通枢纽的区位优势和丰富的矿产资源，经济体量位居湖南省前列。

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
PR17 森特/17 森特债 01	5.00	0.50	2023-06-27	2024-11-28
19 森特 01/19 森特债 01	8.00	3.20	2023-06-27	2026-06-06

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

公司分别于2017年11月和2019年6月发行了两期均为7年期的公司债券，其中“PR17森特/17森特债01”发行规模5.00亿元，“19森特01/19森特债01”发行规模8.00亿元，募集资金计划用于电镀中心项目、标准厂房四期项目以及绿色住宅建筑示范工程项目。截至2024年6月末，本期债券募集资金专项账户余额为20.59万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本仍为3.13亿元，实收资本仍为3.00亿元，控股股东和实际控制人仍为衡阳市国资委，持股比例95.93%，其中中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有的股权实质为专项基金借款。公司于2015年8月向农发基金借入10,000万元专项基金，于2019-2030年间分期偿还本金，其中714万元作为出资额持有公司股权2.28%；公司于2015年10月向国开基金借入7,800万元专项基金，将于2027-2029年分期偿还本金，其中559万元作为出资额持有公司股权1.79%。在专项基金存续期内，基金公司不参与公司实际经营管理，每年获取1.2%的投资收益，股权结构图如附录二所示。

公司为衡阳市基础设施建设主体之一，主要承担松木经开区基础设施建设和园区内产业投资、资产运营等业务。2023年，公司合并范围无变化，截至2023年末，公司合并范围子公司有三家，详见附录四。

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，要大力发展战略性新兴产业，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”的总体思路上，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。

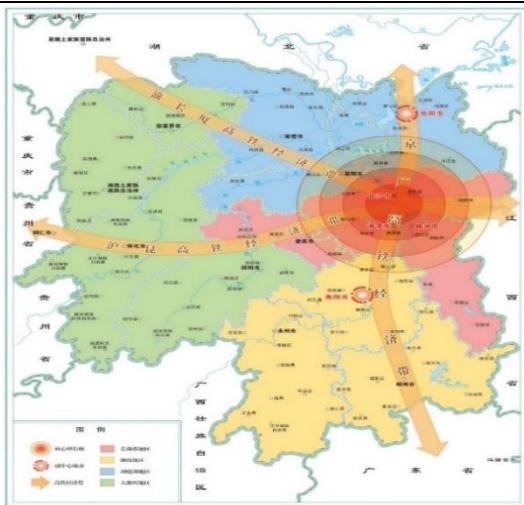
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

衡阳市系湖南省省域副中心城市，依托交通枢纽的区位优势和丰富的矿产资源，形成了“一核两电三色四新”十大主导产业，经济体量和财政实力位居湖南省前列，但产业规模尚待提升，经济发展水平一般，财政自给率较低，地方政府债务增速较快

区位特征：衡阳市是湖南省省域副中心城市，拥有丰富的矿产资源和旅游资源，良好的区位和便利的交通使其成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台。衡阳市因地处南岳衡山之南而得名，是湖南省省域副中心城市，也被国家定义为中部地区重点城市。衡阳市位于湖南省中南部、京广高铁经济带之上，具备良好的交通枢纽优势。航空方面，南岳机场为省内第三大机场和中南地区重要的支线机场，开通直航城市达31个。铁路方面，已建成营运京广、湘桂、武广高铁等6条铁路610公里，营运里程居全省第一。公路方面，全市公路通车总里程达21,081公里，公路密度达138公里/百平方公里，居全省第四。水路方面，通航里程769公里，居全省第七位，其中154公里达到二级航道标准，居全省第二，仅次于岳阳。良好的区位和便利的交通使得衡阳市成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台。矿产资源方面，衡阳市是湖南省著名的有色金属之乡，也是省内重要的非金属矿产资源基地，其中，铅锌储量金属量214.47万吨，居全省第一，衡阳市常宁水口山被誉为“铅锌王国”；锡储量金属量1,267万吨，占全省66%，黄金储量占全省近50%，钠长石储量居亚洲之首。旅游资源方面，衡阳是中国优秀旅游城市，拥有5A级景区南岳衡山，以及石鼓书院等知名景点。作为湖南省第二大城市，衡阳市总面积1.53万平方公里，下辖5区2市5县，常住人口位列湖南省第二，截至2023年末，全市常住人口649.70万人，较2010年第六次全国人口普查相比减少9.02%，人口呈净流出趋势。

图1 湖南省“十四五”规划“一核两副三带四区”区域格局示意图



资料来源：《湖南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：衡阳市经济体量位列湖南省第四，高新技术产业投资增长快速，但经济发展水平一般，金融资源一般。近三年，衡阳市经济保持较快增长，2023年实现GDP共4,190.87亿元，位列湖南省第四。受服务业、高新技术产业等因素带动，2023年衡阳市第三产业占比进一步提升，三次产业结构为11.0:33.1:55.9，第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为7.3%、44.7%和48.0%。按常住人口计算，近年衡阳市人均GDP持续增长，2023年为64,108元，为全国人均GDP的71.70%，经济发展水平一般。

受衡阳市两园区（高新区、松木经济开发区）基础设施投资下降影响，2023年衡阳市固定资产投资增速有所下滑。因欧美等传统市场需求缩窄，2023年衡阳市进出口总额有所下滑，但衡阳市紧靠“一带一路”发展战略，积极拓展新兴市场，2023年与共建“一带一路”国家进出口230.6亿元，增长11.8%。随着房地产市场下行，2023年衡阳市房地产开发投资240.44亿元，同比下降4.9%；商品房销售面积519.56万平方米，同比下降8.3%；商品房销售额244.63亿元，同比下降11.8%。

区域金融资源方面，衡阳市本地银行包括衡阳农商行、祁东农商行、耒阳农商行、常宁农商行、衡南农商行、衡东农商行、南岳农商行、衡州农商行、衡山农商行和衡阳县沪农商村镇银行，主要系市本级及下属区县农商行，金融资源一般。

表1 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(元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
长沙市	14,331.98	4.8	13,632	1,227.07	902.83
岳阳市	4,841.78	4.6	96,617	200.00	248.90
常德市	4,385.70	3.6	84,552	203.00	141.87
衡阳市	4,190.87	5.3	64,108	202.57	266.48
株洲市	3,667.88	5.2	94,983	192.32	-
郴州市	3,110.58	5.0	67,347	188.03	117.20

湘潭市	2,741.84	5.1	101,505	124.04	67.64
邵阳市	2,731.42	4.8	42,757	133.75	122.91
永州市	2,495.83	4.2	48,519	163.30	-
益阳市	2,136.21	3.4	56,567	106.40	52.18
娄底市	1,990.50	5.0	53,056	91.70	39.80
怀化市	1,948.52	5.6	43,335	124.18	65.37
湘西土家族自治州	825.85	2.6	33,758	79.90	18.24
张家界市	613.95	4.6	40,919	35.88	14.98

注：（1）人均 GDP 算法：统计公报已披露的直接采用，未披露的采用当年 GDP/当年末常住人口计算；（2）“-”表示数据未公开披露。

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2 衡阳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）	4,190.87	5.3%	4,089.69	5.2%	3,840.31	8.1%
固定资产投资	-	6.4%	-	9.7%	-	9.5%
社会消费品零售总额	1,965.15	6.0%	1,860.82	2.6%	1,812.80	13.7%
进出口总额（亿元）	446.10	-	486.38	32.9%	373.04	21.7%
人均 GDP（元）	64,108		61,973		57,909	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.70%		72.32%		71.51%	

注：（1）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：衡阳市 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：依托丰富的矿产资源及良好的核产业基础，衡阳市已形成“一核两电三色四新”十大主导产业布局，但产业规模尚待提升。得益于衡阳市丰富的有色金属资源，“二五”期间，衡阳是国家重点布局的核工业基地，建设了二七二厂、七一二矿、四一五医院等核工业重大项目。作为原核工业基地，衡阳市依托资源积累及原工业基础带动产业集聚延伸，形成了“一核两电三色四新”十大主导产业布局，“一核”即核技术应用产业，为主导产业龙头，2021 年 11 月，湖南省政府正式批复同意设立以核技术应用为特色的衡阳白沙绿岛高新技术产业开发区，积极推动中核集团在衡原有产业。“两电”即指电气设备、电子信息，其中，输变电产业集群获得“国家火炬计划输变电装备产业基地”、“国家高新技术产业化基地（国家输变电装备）”等授牌，已成为国内最大、国际一流的输变电产业集群之一，产值超千亿，拥有特变电工衡阳变压器有限公司（简称“特变电工衡变公司”）、金杯电缆、恒飞电缆等行业龙头，其中，特变电工衡变公司是目前国内变压器行业单厂年产能最大的企业。“三色”即有色金属（有色）、盐卤化工（白色）、钢管及深加工（黑色），衡阳市依托于水口山铅矿、岩盐矿池等矿产资源，发展有色金属和盐卤化工产业，引入中国五矿水口山铜铅锌产业基地（二期）等重点项目；盐卤化工已形成氯碱和纯碱两大产业集群；而钢管及深加工业则以龙头衡阳华菱钢管有限公司为引领，主打无缝钢管生产，2023 年衡阳市有色金属冶炼和压延加工业、电器机械和器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业分别增长 17.6%、16.3%、13.7%，受内外需不足影响，整体增速同比有所下滑。“四新”分

别为新能源汽车、生态农业、现代物流、文化旅游，新能源汽车方面，比亚迪智能化零部件工厂已在衡阳落地、恒天新能源汽车南方总部基地项目已建成，新能源汽车产业集聚效应初步显现，2022年全市新能源汽车行业总产值达160亿元，2023年新能源汽车出口同比增长92%；同时，衡阳市人文自然资源较为丰富，拥有南岳衡山（国家5A级旅游景区）及衡阳市蔡伦竹海旅游风景区、衡阳市石鼓书院、衡阳县王船山故里生态文化旅游区等5个4A景区，2023年全市接待国内外游客6,212.52万人次，同比增长42.1%；实现旅游总收入646.17亿元，增长48.6%。目前“两电三色”已形成一定规模，但“一核”、“四新”产业规模仍然较小。

发展规划及机遇：衡阳市作为湖南省域副中心城市，交通区位、工业基础良好，能较好的承接粤港澳大湾区转移产业。根据《湖南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要（2021-2035）》，衡阳市定位为湖南省域副中心城市，发挥老工业基地和交通枢纽优势，当好承接粤港澳大湾区产业转移的领头雁，到2025年地区生产总值力争达到5,500亿元左右。衡阳市作为老工业区，具有较为良好的工业基础，为加强产业集聚，衡阳市提出了“一核两电三色四新”的规划。根据《衡阳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要（2021-2035）》，衡阳市拟建设“1个南岳机场、1条湘江黄金水道、8条高速公路、9条铁路”为主体的立体交通网络；同时，以陆港型国家物流枢纽为牵引，加快构建“一核两区五中心”³的物流设施体系。

财政及债务水平：衡阳市财政收入稳步提升，财政自给率仍然较低，地方政府债务增速较快，存量地方政府债务余额体量较大。2021-2023年，衡阳市财政收入稳步提升，2023年地方一般公共预算收入为202.57亿元，剔除减缓税等不可比因素，同口径增长6%，位列湖南省第五位，其中，税收收入完成142.07亿元，增长8.78%，占比一般公共预算收入70.13%，近三年税收收入占比小幅增长。一般公共预算支出中教育、社会保障和就业、住房保障支出增速较快，受其影响2023年衡阳市财政自给能力略下滑至32.39%，表现较弱。2023年衡阳市政府性基金收入为266.48亿元，同比有所上升。区域债务方面，衡阳市地方政府债务余额持续抬升，2021-2023年复合增长率达14.20%，存量规模仅次于长沙市及湘潭市。

表3 衡阳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	202.57	191.11	183.93
税收收入占比	70.13%	68.34%	67.10%
财政自给率	32.39%	30.91%	33.01%
政府性基金收入	266.48	149.68	285.29
地方政府债务余额	1,330.87	1,125.54	1,020.66

³ “一核”为衡阳陆港型国家物流枢纽，是全市物流网络的核心基础设施。“两区”为北部物流产业发展集聚区和南部物流产业发展集聚区，“五中心”为布局在有关县域的物流中心。

注：（1）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：2021-2023年衡阳市全市及市本级财政决算（草案）、衡阳市2021-2023年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，衡阳市发债投融资平台主要有11家，其中，一级平台有4家。2023年，衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（以下简称“弘湘国投”）、衡阳市发展投资集团有限公司（以下简称“衡阳发投”）股权被划转至衡阳市国有资产投资控股集团有限公司（以下简称“衡阳国投”）名下，衡阳国控主要负责国有资产经营、路桥工程、有色金属销售等业务。衡阳市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“衡阳投发”）是衡阳市城市建设投资有限公司（简称“衡阳城投”）母公司，衡阳投发系衡阳市最核心平台，主要负责城市建设投资和城市资源运营；衡阳城投系衡阳市重要平台，规模仅次于母公司衡阳投发，主要负责衡阳市区土地整理和基础设施建设业务，其子公司衡阳市交通建设投资有限公司（简称“衡阳交投”）主要负责衡阳市交通基础设施建设。2024年衡阳市湘江水利投资开发有限公司（简称“衡阳水投”）60%股权被划转至衡阳城投名下，30%股权被划转至衡阳投发名下。衡阳高新控股集团有限公司及湖南森特实业投资有限公司则分别为衡阳市高新区、松木经开区建设主体。

松木经开区工业基础较好，盐卤资源储量丰富，四大支柱产业集群发展情况较好

松木经开区原名湖南衡阳松木工业园区，2006年4月设立，2013年1月变更为现名，规划面积54.66平方公里，现有行政区划面积23.95平方公里，下辖1个街道办事处；是全国第七批省级开发区、国家第一批循环化改造示范试点园区，也是国家高技术产业基地、湖南省信息化和工业化融合试验区。松木经开区盐卤资源储量丰富，形成了盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业集群。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为龙头，带动了恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业等30多家下游企业的发展。新能源产业引进了瑞达电源、电科电源、鑫晟新能源和理昂电力等10多家企业，形成了储能、太阳能、生物能等三个板块。新材料产业引进了中航集团、志远新材料和凌云特种材料等20多家企业。智能制造产业以比亚迪云轨智能制造产业园项目为龙头，带动铝业、轮胎等下游企业的发展。2023年，松木经开区共引进产业项目22个，新增国家高新技术企业9家，日本触媒、远东宏信、丰田（通商）等4个“三类500强”企业入区，完成招商引资总额115亿元。2023年松木经开区一般公共预算收入预计完成7.22亿元，同比下降17%，其中税收收入完成7.16亿元，同比减少17%，全年政府性基金收入预计完成6.46亿元。

五、经营与竞争

公司作为衡阳市基础设施建设主体之一，主要负责衡阳松木经开区范围的基础设施建设及园区资产运营等业务，2023年公司营业收入主要由土地整理和工程建设组成，业务持续性较好，但土地整理业务受当地土地市场景气度影响较大，工程建设项目建设面临较大资金压力

跟踪期内，公司作为衡阳市基础设施建设主体之一，仍主要负责衡阳松木经开区范围的基础设施建设及园区资产运营等业务，营业收入仍主要由土地整理、工程建设业务构成，2023年工程建设业务收入较为稳定，土地整理业务收入小幅下滑，租赁收入形成有益补充但毛利率为负，公司2022年新增污水处理收入，随着设备的逐渐投入，2023年收入有所增长但规模较小，且毛利率水平亦为负。综合影响下，公司销售毛利率略有下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	4,270.17	6.16%	10.37%	6,858.39	9.49%	10.52%
工程建设	62,062.28	89.57%	10.43%	62,450.60	86.38%	10.43%
租赁收入	2,637.40	3.81%	-15.84%	2,925.64	4.05%	0.68%
污水处理收入	208.78	0.30%	-67.50%	47.26	0.07%	49.52%
其他	113.23	0.16%	74.05%	11.74	0.02%	100.00%
合计	69,291.87	100.00%	9.30%	72,293.62	100.00%	10.09%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理业务

公司土地整理储备项目较多，业务可持续性较好，但其收入规模受地块整理进度及当地土地市场景气度等影响存在较大波动

根据松木经开区管委会与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，以及衡阳市人民政府与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》两份框架性协议，公司承担松木经济开发区范围内的土地开发整理职责，经营土地开发整理业务。该业务的收入模式具体为：公司对土地进行拆迁、整理、建设配套基础设施，并承担相应的开发成本，储备土地通过招拍挂进行出让。招拍挂程序统一在衡阳市土地矿产交易中心进行，土地完成成交后，土地出让收入支付至衡阳市土地矿产中心衡阳市财政局非税专户。每年松木经开区管委会根据土地整理项目进度确认收入并向公司支付相应收入款项。

为发展松木经开区工业经济，当地政府在基础设施建设方面的投资力度较大，公司土地整理业务较充足。2023年公司土地整理业务收入较上年小幅下降，主要系当期松木区管委会拍出土地数量较少，公司土地整理业务收入规模及综合盈利水平受当地土地市场景气度及出让土地用途等影响较大。

表5 公司 2023 年土地开发与整理收入确认情况（单位：万元）

项目	确认收入	投资成本
望城路养护站（29.8 亩）	360.21	309.80
电商物流园	54.98	51.11
船山化工三期（年产二万吨工业涂料树脂）	945.48	933.39

松木派出所	619.91	600.00
邮政轻盐片	1,359.22	1,200.00
群鑫化工项目（18.3 亩）	364.08	248.94
博深项目	141.02	127.11
恒缘南片	425.27	357.08
合计	4,270.17	3,827.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司待整理开发土地主要为智能制造产业园二期、三期地块、衡阳京东亚洲一号智能物流中心及中国邮政湘南邮件处理中心，总面积约1,497亩，剩余39亩待整理。截至2023年末，土地整理业务形成的待结算开发成本共计23.73亿元。整体而言，公司土地整理业务可持续性较好，未来土地整理业务收入来源较有保障，但收入规模受当地土地市场景气度等影响较大。

表6 截至2023年末公司正在进行的主要整理开发土地项目（单位：万元、亩）

项目	计划总投资	已投资	土地总面积	已整理面积	待整理面积
智能产业园土地平整项目三期二标工程	16,000.00	15,800.00	400	395	5
智能产业园土地平整项目三期一标工程	16,000.00	15,600.00	400	390	10
衡阳京东亚洲一号智能物流中心	14,000.00	13,608.39	286	278	8
智能制造产业园土地二期平整工程	12,000.00	12,976.38	300	290	10
中国邮政湘南邮件处理中心	5,300.00	5,013.51	111	105	6
合计	63,300.00	62,998.29	1,497	1,458	39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程建设业务

公司工程建设业务可持续性较好，但在建项目投资规模大，面临较大资金压力

根据公司分别与衡阳市人民政府及松木经开区管委会签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》两份框架性协议，公司受政府委托承担松木经开区范围内的基础设施建设和保障性住房建设项目的投资建设，项目完工并经过竣工验收合格后移交给政府相关单位。公司可确认的项目建设费用由项目前期费用、征地拆迁费用、建安工程费用、项目建设资金占用成本、项目固定投资回报五大部分构成。其中公司与松木经开区签订的框架性协议约定，自项目接收之日起五年内由松木经开区财政局分期向公司支付全部的建设费用。实际操作中，一般性项目由松木经开区财政局与公司结算，大型市政项目则由衡阳市人民政府安排财政资金结算。公司每年对完工并完成验收的项目申请确认工程建设收入，投资回报率均按15%执行。

根据衡阳市财政局出具的《关于确认湖南森特实业投资有限公司2023年度在建工程项目委托代建收入及成本有关结算有关事项的通知》，2023年公司确认工程建设收入6.21亿元，由于投资回报率固定，毛利率水平稳定。

表7 2023年公司工程建设收入确认情况（单位：万元）

项目名称	投资成本	工程收入
松木电镀项目	32,736.74	36,550.73
安置房五期	9,209.23	10,282.15
创业服务中心	9,466.38	10,569.26
仁发科技（含锡废料年产 1 万吨精锡）	4,173.86	4,660.14
合计	55,586.21	62,062.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要在建工程项目有棚户区改造、标准厂房项目、污水处理厂配套管网工程项目、电镀中心项目等，其中标准厂房四期项目、绿色住宅建筑示范工程项目、电镀中心项目三个项目系“19森特债01”与“17森特债01”的募投项目，于2015年开工，原计划建设周期为2年半到3年，由于项目涉及征地拆迁，拆迁进度不及预期，截至2023年末项目仍在建设中，整体建设进度不达预期，未实现预期收益。募投项目建成后计划由公司运营，主要通过安置房出售、标准厂房出租等方式实现收益，未来受工程进度和市场销售、出租价格等因素的影响，能否实现预期收益存在一定的不确定性。除自营项目以外，其他在建工程项目按照已签订的委托框架协议执行。

截至2023年末，主要在建工程项目预计总投资合计47.22亿元，尚需投资7.68亿元，其中主要代建项目总投资23.19亿元，已投资19.85亿元，存货中尚有8.89亿元工程项目尚未结算，公司工程建设业务可持续性较好，但项目建设资金投入较大，且大部分需由公司自筹解决，公司后续面临一定的资金支出压力。

表8 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	业务模式	是否签订代建协议
棚改三期（货币安置 820 户）	10.33	8.88	1.45	代建	是
棚改二期（货币安置 678 户）	7.77	6.68	1.09	代建	是
污水处理厂配套管网工程项目	3.23	2.88	0.35	代建	是
物料循环管廊项目	1.86	1.41	0.45	代建	是
代建项目小计	23.19	19.85	3.34	-	-
绿色住宅建筑示范工程项目* (棚户区改造二期实物安置部分)	9.61	9.52	0.09	自营	否
标准厂房四期项目*	4.33	4.31	0.02	自营	否
电镀中心项目*	5.46	5.44	0.02	自营	否
海克标准厂房	3.60	0.04	3.56	自营	否
循环化改造	1.03	0.38	0.65	自营	否
自营项目小计	24.03	19.69	4.34	-	-
合计	47.22	39.54	7.68	-	-

注：带“*”项目为 17 森特债 01/19 森特债募投项目；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）租赁业务

2023年公司租赁业务收入对公司收入形成补充

2023年公司实现租赁业务收入0.26亿元，同比小幅下滑。毛利率方面，公租房及廉租房有一定的公益性质，2023年标准厂房因按政策对入园企业房租进行减免且计提折旧规模较大，租赁业务毛利率为负。

（四）外部支持

公司继续获得较大力度的外部支持

根据公司2023年审计报告及松木经开区出具的《关于湖南森特实业投资有限公司2023年度财政补贴资金的通知》等文件，2023年公司获得政府补助1.40亿元，计入其他收益，有效提升了公司利润水平；同期衡阳市国资委将衡阳松木电镀中心有限公司剩余 5%的股权无偿划转给公司，其他资本公积增加0.02亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，经中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围无变化，截至2023年末，公司纳入财务报表合并范围的子公司共三家，详见附录四。

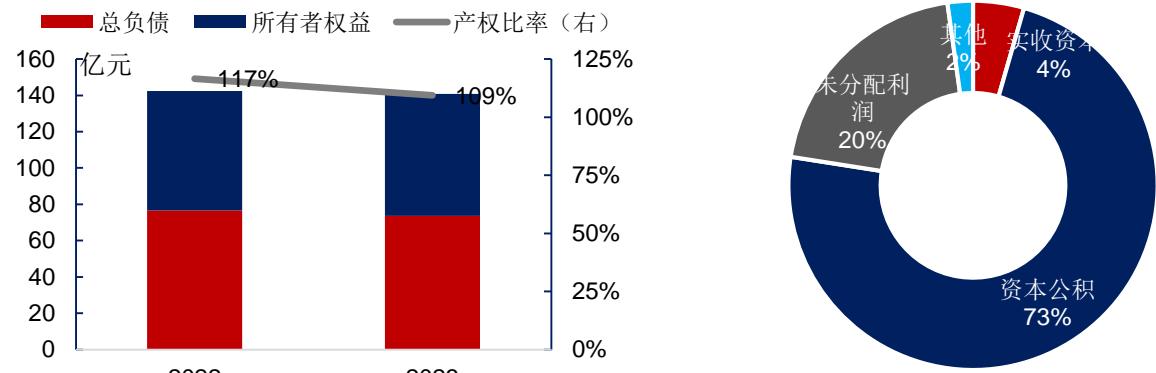
资本实力与资产质量

公司债务规模缩小导致总资产小幅下滑，资产以土地资产和在建工程为主，已抵押土地比重较高，项目投入成本持续增加，回款受政府资金安排影响较大，自营项目收益性较低，整体资产流动性偏弱

得益于盈余积累，公司所有者权益略有增加，同期，公司负债规模有所下降，综合影响下公司产权比率下降至109%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。从所有者权益构成来看，公司净资产主要由资本公积及未分配利润构成。

图2 公司资本结构

图3 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

由于债务规模下降，公司资产规模同步下滑，截至2023年末，公司资产仍以应收款项（松木经开区财政局及衡阳市财政局往来款）、存货（拟开发土地、开发成本、工程建设）、在建工程（棚户区改造、标准厂房四期等）、投资性房地产（标准厂房、公租房）为主，上述资产合计占公司资产总额比例超90%。

公司应收账款主要为应收松木经开区财政局及衡阳市财政局工程项目及土地整理款项，账龄超三年的款项占比超65%。公司其他应收款主要为与衡阳松木经济开发区金源街道重点项目协调指挥部、衡阳市石鼓区金源街道农民安置房项目建设指挥部等政府相关单位的往来款。截至2023年末，公司应收款项回收时间不确定，部分款项账龄较长，对公司的营运资金形成了一定占用。

2023年末公司存货账面价值小幅上升，存货主要由拟开发土地、开发成本以及工程建设三部分构成。其中拟开发土地账面价值74.03亿元，土地性质均为出让的住宅或商服用地、工业用地，已用于抵押部分账面价值31.58亿元，占土地账面价值的42.66%；存货中开发成本23.73亿元，主要系土地整理开发项目；工程建设账面价值8.89亿元，为工程建设业务投资成本。

2023年末公司在建工程随项目建设规模的扩大小幅增长，主要为棚户区改造（含绿色住宅建筑示范工程项目）、标准厂房四期、循环改造和海克标准厂房项目的投资成本。依据《关于湖南森特实业投资有限公司财政拨款置换土地资产的通知》，2023年末松木经开区管委会拨付财政资金3.45亿元置换公司名下标准厂房及土地资产，导致公司投资性房地产账面价值显著下降，公司投资性房地产主要由标准厂房和公租房构成，采用成本模式进行后续计量，其租赁收入对公司营收形成较好补充。

截至2023年末，公司货币资金、存货等因保证金和贷款抵押受限的资产合计31.89亿元，占总资产的比例为22.65%。

表9 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	3.38	2.40%	2.36	1.66%

应收账款	8.49	6.03%	11.05	7.76%
其他应收款	4.26	3.03%	4.68	3.29%
存货	106.64	75.75%	104.47	73.36%
流动资产合计	122.85	87.25%	122.63	86.11%
在建工程	14.44	10.26%	13.53	9.50%
投资性房地产	2.94	2.09%	5.64	3.96%
非流动资产合计	17.95	12.75%	19.77	13.89%
资产总计	140.79	100.00%	142.41	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营收仍主要由工程建设及土地整理业务构成，业务持续性较好，政府补助仍是公司利润的重要来源

2023年公司营业收入较上年小幅下滑，收入主要来源仍然是土地整理和工程建设业务。其中土地整理业务收入持续下滑，主要系当期松木区管委会拍出土地数量较少；工程建设业务收入较为稳定。2023年公司租赁收入规模小幅下滑，且毛利率由正转负，综合影响下，2023年公司销售毛利率有所下滑。

截至2023年底，公司拥有较多可出让土地，且待整理土地规模仍较多，在建代建工程项目充足，未来公司土地整理及工程建设业务收入来源较有保障，但土地整理业务受到地块整理进度及当地土地市场景气度等影响存在较大波动；公司主要在建项目及土地整理尚需投资额较大，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

2023年公司继续收到各类政府补助合计1.40亿元，占当期利润总额的90.91%，有效提升了公司当期利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	6.93	7.23
营业利润	1.54	1.58
其他收益	1.40	1.26
利润总额	1.54	1.58
销售毛利率	9.30%	10.09%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司有息债务规模进一步下降，但偿债能力指标表现欠佳，债务压力依然较大

随着公司债务的持续压降，2023年末公司负债总额有所降低，负债结构上仍以非流动负债为主。截至2023年末，公司总债务规模同比有所下滑，主要由长期债务构成。2023年末，公司长期借款及应付债

券规模均有所压降，长期借款主要由质押借款及抵押借款组成，应付债券由“17森特债01”、“19森特债01”组成，长期借款及应付债券二者合计占比总债务80.61%。

截至2023年末，公司应付账款主要应付对象为湖南松木经济开发区协调指挥部；同期末，公司其他应付款主要由往来款及代收代付款组成，主要应付对象为衡阳市财政局、衡阳松木开发建设投资有限公司和衡阳市金源开发建设投资有限责任公司等政府单位和当地国企。

表11 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
应付账款	8.56	11.64%	8.11	10.58%
应交税费	2.51	3.41%	2.58	3.36%
其他应付款	17.78	24.17%	14.29	18.65%
一年内到期的非流动负债	5.69	7.74%	7.30	9.53%
流动负债合计	34.54	46.97%	32.28	42.12%
长期借款	32.98	44.83%	36.15	47.17%
应付债券	3.18	4.33%	5.27	6.88%
长期应付款	2.80	3.81%	2.88	3.76%
非流动负债合计	39.01	53.03%	44.35	57.88%
负债合计	73.55	100.00%	76.63	100.00%
总债务	44.86	60.99%	51.84	67.64%
其中：短期债务	5.90	8.02%	7.54	9.84%
长期债务	38.96	52.97%	44.30	57.81%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2023年末公司资产负债率略有下滑。由于2023年公司债务规模小幅下降，公司现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均有所上升但仍处于较低水平。整体来看，公司有息债务规模较大，在基础设施类企业融资进一步收紧的背景下，公司长短期债务压力依然较大。截至2023年末，公司获得包括工商银行、农业发展银行在内的银行授信75.40亿元，尚未使用11.49亿元，仍存在一定融资弹性。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	52.24%	53.81%
现金短期债务比	0.57	0.31
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.61

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，但根据公司提供的相关说明，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及公开查询，公司近年来不存在因违规经营、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。根据中共湖南衡阳松木经济开发区工作委员会于2023年2月28日出具的《中共湖南衡阳松木经济开发区工作委员会关于同意湖南森特实业投资有限公司法人及董事会、监事变更的批复》（衡松工委复[2023]3号）文件，法定代表人变更为阳海波（董事长），董事会成员变更为阳海波、杨艳雁、贺鹏正、张华、李海川、周华彦，监事变更为罗惠译、王鹏宇、刘娟、李健伟、刘琼。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年7月16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，公司对衡阳松木开发建设投资有限公司（以下简称“松木开投”）担保余额1.20亿元，对衡阳市松木投资集团有限公司（以下简称“松木投资”）担保余额0.50亿元，均未设置反担保措施，松木开投及松木投资实际控制人均为松木经开区管委会。

表13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
衡阳松木开发建设投资有限公司	0.70	2025/08/04	否
衡阳市松木投资集团有限公司	0.50	2026/10/09	否
衡阳松木开发建设投资有限公司	0.50	2024/10/12	否
合计	1.70	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

公司控股股东及实际控制人为衡阳市国资委，评级模型采用衡阳市经济财政数据打分，但考虑到公

司主要业务范围及政府支持来自松木经开区，通过对比与松木经开区经济财政状况相近的区域下属基础设施投资类企业的个体状况得分，本次评级模型打分表采用补充调整“-2”得到公司的个体信用状况为a。

八、外部特殊支持分析

公司是衡阳市政府下属重要企业，衡阳市政府直接持有公司95.93%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，衡阳市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与衡阳市政府的联系紧密度为中等的。因衡阳市政府持有公司95.93%股权，政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司一大部分业务来源于政府及其相关单位，受到衡阳市政府支持的次数较少。

(2) 公司对衡阳市政府非常重要。公司系衡阳市国有资产运营主体之一，其提供一些与衡阳市社会和经济至关重要的公共产品和服务，其对当地基础设施建设贡献很大，因公司已发行公司债券，如果违约对当地金融生态环境会产生实质性影响。

九、结论

衡阳市系湖南省省域副中心城市，依托交通枢纽的区位优势和丰富的矿产资源，经济体量位居湖南省前列。公司作为衡阳市基础设施建设主体之一，主要承担松木经开区范围内的基础设施建设及园区资产运营任务，资产以账龄较长的应收账款及存货为主，流动性较弱，2023年末公司总债务规模较大，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均处于较低水平，整体债务压力仍较大。但考虑到公司业务持续性较好，且近年继续获得财政补贴等外部支持，整体来看，公司抗风险能力尚可。

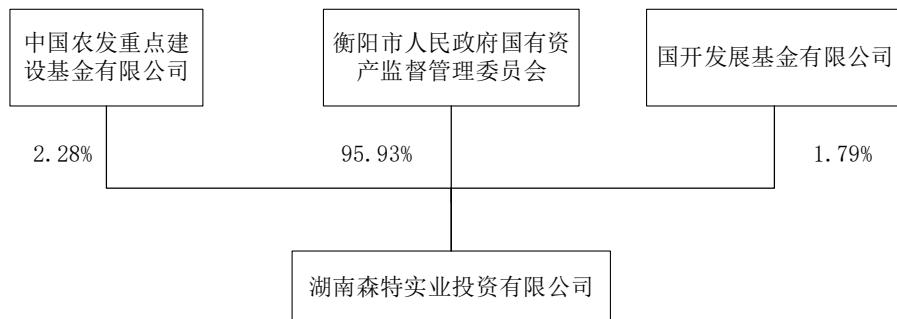
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR17森特/17森特债01”、“19森特01/19森特债01”的信用等级均为AA。

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	3.38	2.36	7.02
应收账款	8.49	11.05	8.77
其他应收款	4.26	4.68	3.46
存货	106.64	104.47	105.75
流动资产合计	122.85	122.63	125.06
固定资产	0.21	0.24	0.00
在建工程	14.44	13.53	12.16
非流动资产合计	17.95	19.77	18.00
资产总计	140.79	142.41	143.06
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	8.56	8.11	8.15
应交税费	2.51	2.58	2.59
其他应付款	17.78	14.29	14.86
一年内到期的非流动负债	5.69	7.30	6.09
流动负债合计	34.54	32.28	31.71
长期借款	32.98	36.15	38.10
应付债券	3.18	5.27	7.35
长期应付款	2.80	2.88	2.56
非流动负债合计	39.01	44.35	48.02
负债合计	73.55	76.63	79.73
所有者权益	67.24	65.77	63.33
营业收入	6.93	7.23	6.74
营业利润	1.54	1.58	1.54
其他收益	1.40	1.26	1.22
利润总额	1.54	1.58	1.54
经营活动产生的现金流量净额	10.74	-1.26	1.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.10	-1.89	-1.13
筹资活动产生的现金流量净额	-9.88	-1.15	-2.39
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	9.30%	10.09%	8.33%
资产负债率	52.24%	53.81%	55.73%
短期债务/总债务	13.15%	14.54%	11.26%
现金短期债务比	0.57	0.31	1.15
EBITDA（亿元）	2.02	1.81	1.85
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.61	0.60

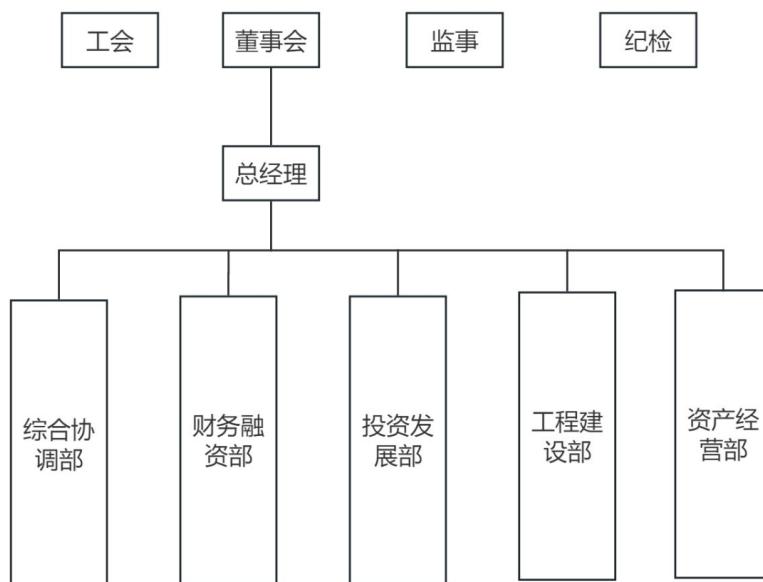
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
衡阳兴安置业有限公司	1.00	100%	房地产开发经营，建设项目的投资与建设，物业管理等
衡阳伟达开发建设有限公司	0.75	100%	政府授权的土地整理及新农村建设，城市棚户区改造，园区标准厂房建设等
衡阳松木电镀中心有限公司	0.50	100.00%	进行金属的电镀、化学镀、真空镀、阳极氧化、氧化、酸洗、磷化处理及接受外部委托加工；

资料来源：公司 2023 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。