

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

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
22 湘乡 02/22 湘乡东投债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湘乡市东山投资建设开发有限公司（以下简称“湘乡东山”或“公司”）作为服务于湘乡市东山新城发展的重要基础设施建设主体，公司项目较为充足，业务持续性较好，同时，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南融担集团”）提供的保证担保仍能有效提升“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”信用水平；但中证鹏元也关注到，公司货币资金对短期债务覆盖低，债务接续压力较大，资产整体流动性较弱，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，且将继续获得股东支持。

评级日期

2024年7月29日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@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	291.43	285.76	278.23
所有者权益	218.10	215.84	213.78
总债务	57.37	62.72	60.38
资产负债率	25.16%	24.47%	23.16%
现金短期债务比	0.13	0.12	0.03
营业收入	14.60	14.49	14.41
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.26	2.06	2.30
销售毛利率	20.46%	20.65%	20.46%
EBITDA	3.22	3.15	3.35
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.71	0.94
经营活动现金流净额	15.70	8.58	-1.32

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 作为服务于湘乡市东山新城发展的重要基础设施建设主体，公司在建项目较为充足，业务持续性较好。代建业务方面，截至 2023 年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资规模较大，且存货中尚未结算的基础设施建设项目成本为 9.02 亿元；土地整理业务方面，公司重点推进的城北新区土地整项目规模较大，业务整体持续性较好。
- 湖南融担集团提供的保证担保仍能有效提升“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”信用水平。经中证鹏元评定，湖南融担集团主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”的信用水平。

关注

- 资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的应收账款构成，受限比例高，流动性较弱。公司资产主要由存量土地、代建业务发展形成的应收账款和往来款构成，2023 年末前述资产占公司资产的 86.94%，即时变现能力较弱；截至 2023 年末，公司受限资产及未办妥权证资产占总资产的比重为 44.09%，比例较高，以存货中的存量土地为主。
- 筹资活动持续净流出，货币资金对短期债务覆盖低。2023 年公司筹资活动现金流净流出规模进一步扩大，达 8.85 亿元，同期公司在建项目投入规模较大，现金资产进一步下降，2023 年末公司现金短期债务比为 0.13，考虑到在建项目尚需投资规模较大、跟踪期内发生多笔债务展期情况，公司仍面临一定的资金压力和较大的债务接续压力。
- 公司存在一定的或有负债风险。截至 2023 年末，公司对外担保余额为 25.93 亿元，占期末净资产的 11.89%。对外担保对象均为国有企业，区域集中度较高，但均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
湘乡市东山投资建设开发有限公司	湘乡市财政局	218.10	25.16%	14.60	57.37	湘乡市东山新城重要的城市基础设施开发主体之一
湘乡市城市建设投资开发有限公司	湘乡城乡建设发展集团有限公司	114.25	40.46%	10.77	37.77	湘乡市重要的基础设施开发建设主体
湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司	湘乡市财政局	102.33	24.78%	4.73	26.88	湘乡经开区城市基础设施建设及土地开发整理主体

注：湘乡市东山投资建设开发有限公司财务数据为 2023 年末/2023 年度，其他均为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：Wind、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	3/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
	ESG因素		状况	财务状况	5/7
调整因素	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					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，湘乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司由湘乡市财政局间接 100%持股，公司的主要业务和利润均来自于政府，及公司在基础设施领域及产业园建设方面对政府贡献很大。同时，中证鹏元认为湘乡市人民政府支持力度较强，湘乡市位列全国县域经济百强，近年经济总量保持增长，随着传统产业转型升级，“3+3”现代产业链体系已初步形成。

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
22湘乡东投债/22湘乡 02	4.00	4.00	2023-6-26	2029-12-28

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2022年12月公开发行7年期4.00亿元企业债券“22湘乡02/22湘乡东投债”，募集资金计划用于湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目。截至2023年12月31日，“22湘乡02/22湘乡东投债”募集资金专户余额为1,576.95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，公司实收资本和注册资本均为1.00亿元，公司股东仍为湘乡市财政局和湘乡市惟楚实业有限公司（以下简称“惟楚实业”），公司控股股东及实际控制人为湘乡市财政局，直接持股81.00%，通过惟楚实业间接持股19.00%，股权结构图如附录二所示。

2023年公司合并范围未发生变化，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共6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

湘乡市位列全国中部县域经济百强，随着传统产业转型升级，“3+3”现代产业链体系已初步形成，但湘乡市财政自给能力较弱，债务压力较大

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。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。截至 2023 年末，湘乡市常住人口为 71.33 万人，人口呈净流出态势。

图1 湘乡市区位图



资料来源：百度地图

经济发展水平：湘乡市近年经济保持增长，固定资产投资对经济增长的拉动作用较强，位列全国中部县域经济百强、全省县域经济十强。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，根据赛迪顾问县域经济研究中心发布“2023 中部百强县”榜单，湘乡市位列中部百强县第 44 位；2023 年湘乡市实现地区生产总值 564.17 亿元，同比增长 3.5%。2023 年湘乡市人均地区生产总值 79.093 元，为全国人均生产总值的 88.52%，经济发展水平一般。从产业结构来看，作

为老工业基地，湘乡市工业基础较好，在大力发展园区经济的带动下，三次产业结构由 2020 年的 13.5:49.5:37 调整为 2022 年的 13:49.7:37.3，第二产业占比略有提升。

从拉动经济要素来看，固定资产投资向好，对经济拉动作用大，2023 年全市固定资产投资同比增长 7.0%，其中，产业投资同比增长 15.6%，占全部投资比重达 85.1%；高新技术产业投资增长稳定，同比增长 17.3%，占全部投资比重达 26.2%；但同期基础设施投资同比下降 15.5%；随着房地产市场下行，房地产市场投资、销售双向下降，2023 年完成房地产业投资 12.11 亿元，同比下降 16.1%；商品房销售额 18.87 亿元，同比下降 31.2%。社会消费品零售总额增速受居民收入预期影响波动较大。

表1 2023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（元）	一般公共预算收入
雨湖区	800.9	6.2	166,093	12.00
岳塘区	689.2	5.1	141,987	10.31
湘潭县	573.08	5.6	73,614	13.28
湘乡市	564.17	3.5	79,093	16.34
韶山市	114.52	5.1	112,200	7.28

注：雨湖区人均 GDP 采用第 2023 年末总人口数计算，其余区县市人均 GDP 来自统计公报披露数。

资料来源：各地统计局及财政局网站，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 湘乡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）	564.17	3.50%	577.12	4.7%	545.6	8.4%
固定资产投资	-	7.0%	-	6.8%	-	13.6%
社会消费品零售总额	170.55	9.3%	156.00	2.8%	151.74	16.2%
进出口总额	9.81	-29.6%	13.94	3.6%	13.46	14.3%
人均 GDP（元）		79,093		80,345		75,318
人均 GDP/全国人均 GDP		88.52%		93.75%		93.01%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：湘乡市 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：随着传统产业转型升级，“3+3”现代产业链体系已初步形成。湘乡市是湖南老工业基地之一，随着水泥、化工、皮革等传统产业转型升级，以绿色建材装配式建筑和建工、电力电工电器、绿色食品加工和现代商贸物流三大产业链为主导，以新能源新材料、文体旅游休闲、电子信息为特色的“3+3”现代产业链体系已初步形成。2023 年全市完成科技型中小企业入库 254 家，同比增长 33.9%；新认定高新技术企业 21 家，完成研发经费投入 10.1 亿元，完成技术合同成交额 28.4 亿元，技术合同项数 375 份，超额完成年初制定目标。2023 年湘乡市新认定 16 家专精特新中小企业，现有专精特新中小企业共计 28 家（省级）。湖南振添光学玻璃科技有限公司成功认定为专精特新“小巨人”企业，专精特新“小巨人”企业达 4 家（国家级）。2023 年湘乡市培育认定创新型中小企业 32 家，“上云上平台”企业达 428 家。

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。

财政及债务水平：近年湘乡市财政自给能力较弱，债务余额持续增长，债务压力较大。近年来湘乡市一般公共预算收入较为稳定，2023 年地方一般公共预算收入 16.34 亿元，在湘潭市下属各区县中排名上游。近三年财政自给率在 30% 左右，财政自给能力较弱。近年政府债务余额持续扩张，截至 2023 年末，湘乡市地方政府债务余额 115.25 亿元，债务压力较大。

债务化解方面，湘乡市政府在《关于湘乡市 2023 年财政预算执行情况和 2024 年预算（草案）的报告》中提出，湘乡市近年将强力推动债务平滑、刚兑化解、合同清查、违规清缴等一系列措施，全方位降低债务利息，牢牢守住了不爆雷、不断链、不发生重大风险舆情事件三条底线。湘乡市将持续优化债务结构，加大降息降成本工作力度。化债成绩方面，湘乡市 2023 年累计完成降息降成本 1.18 亿元，政府债券和银行贷款占比提升到 92.43%，湘乡市抓住隐性债务置换契机，全面统筹降息、债券重组工作，因有 19.49 亿元债券资金支持，以后每年减少年利息约 1 亿元（债券利率约 2.8%）。

表3 湘乡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	16.34	16.34	15.76
税收收入占比	65.18%	69.71%	67.58%
财政自给率	31.11%	27.21%	29.85%
政府性基金收入	14.50	14.45	18.82
地方政府债务余额	115.25	93.70	89.88

资料来源：湘乡市政府预决算报告，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年末，湘乡市存续债券平台仅剩湘乡东山，湘乡东山为湘乡市重要的基础设施开发建设主体，主要负责湘乡市基础设施建设任务。

五、经营与竞争

作为湘乡市重要的基础设施建设主体，公司主要服务于东山新城基础设施投资建设；公司在建项目规模较大，业务持续性较好；得益于“17湘东山债/PR湘东山”募投项目于 2020 年完工运营，毛利较高的供水管网租赁收入、停车场托管收入对公司营业收入形成补充；但值得关注的是，公司工程代建和土地开发整理业务回款节奏较慢，且自营项目投资规模较大，公司存在较大的资金压力。

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，主要展业区域为湘乡市东山新城片区。公司业务结构较为单一，2023 年公司实现营业收入较上年略有上升，其中，工程代建及土地整理两

项业务收入合计占营业收入的比重为91.27%，随政府结算进度和规划呈现一定波动。供水管网租赁收入、停车场托管收入业务收入规模较小，对公司营业收入形成补充。

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，且管网收入和停车费收入毛利率较高且波动不大，2023年公司销售毛利率变动不大。

表4 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
土地开发整理	10.69	16.67%	73.19%	7.04	17.13%	48.57%
工程代建	2.64	16.67%	18.08%	6.19	16.67%	42.73%
供水管网租赁收入	0.81	65.34%	5.52%	0.79	65.11%	5.48%
停车场托管收入	0.45	49.25%	3.09%	0.46	49.78%	3.15%
主营业务收入	14.59	20.36%	99.88%	14.48	20.59%	99.93%
其他业务收入	0.02	100.00%	0.12%	0.01	100.00%	0.07%
合计	14.60	20.46%	100.00%	14.49	20.65%	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建基础设施建设项目及土地整理项目规模较大，业务持续性较好；但项目回款受当地政府财政资金安排影响较大，自营项目尚需投资规模较大，后续资金平衡情况值得关注

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或土地整理业务成本，以核定的结算工程款作为工程代建收入或土地整理业务收入。

2023年公司工程代建业务收入下滑，主要系结算项目规模较小所致，由于结算比例固定，公司工程代建业务毛利率稳定。2023年公司确认土地整理收入同比大幅提升，收入主要来源于湘乡市城北新区项目，毛利率较为稳定；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较大波动。

表5 公司工程代建及土地整理收入确认情况 (单位: 亿元)

年度	项目	确认成本	确认收入	项目性质
2023 年	滨河南路西线	0.29	0.35	市政基础设施工程建设
	健康西路	0.26	0.31	市政基础设施工程建设
	汽车商贸城周边道路及管网工程	0.24	0.29	市政基础设施工程建设
	府前路	0.21	0.25	市政基础设施工程建设
	湘乡市湘储 6002 号地块西侧排洪渠建设项目	0.20	0.23	市政基础设施工程建设
	38 处垃圾站提质改造项目	0.15	0.19	市政基础设施工程建设

2022年	白田现代农业示范园	0.11	0.13	市政基础设施工程建设
	其他零星工程	0.75	0.90	市政基础设施工程建设
	小计	2.20	2.64	
	土地开发整理	8.91	10.69	土地整理开发项目
	合计	11.11	13.33	-
	城北新区	4.88	5.86	市政基础设施工程建设
	涟水湘乡段治理在建工程	0.15	0.18	市政基础设施工程建设
	其他零星项目	0.13	0.16	市政基础设施工程建设
	小计	5.16	6.19	-
	城北新区土地整理	5.61	7.04	土地整理开发项目
合计		10.77	13.23	-

资料来源：公司提供

代建业务方面，截至2023年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资48.48元，累计已投资38.65亿元，且存货中尚未结算的基础设施建设项目成本为9.02亿元；土地整理业务方面，公司近年来重点推进城北新区土地整项目，截至2023年末尚需投资规模5.55亿元，存货中尚有0.94亿元未结算土地成本。公司代建业务持续性较好，但回款情况受当地政府财政资金安排影响较大，2023年公司基础设施建设项目及土地整理项目回款金额有所上升，收现比为1.11。

公司自营项目较多，总投资为33.28亿元。其中，湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目为“22湘乡东投债”募投项目，计划总投资8.72亿元，项目建设内容包括标准厂房、宿舍楼、附属用房等主体建设工程，以及配套的水电、绿化等附属工程等，建成后将由公司运营，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；该项目于2021年12月开工，建设期为2年，原计划于2023年末完工；截至2023年末，该项目已投资7.10亿元，建设进度低于预期。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，但未来实现收入时间及可否达到预期均存在一定不确定性。

截至2023年末，公司主要在建项目总投资为81.76亿元，至少尚需投资17.40亿元，公司存在较大的资金压力；考虑到自营项目尚需投资规模较大，需持续关注资金平衡情况。

表6 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	累计总投资	尚需投资	项目性质
城北新区	23.00	24.04	-	代建
城北新区土地整理	18.00	12.45	5.55	代建
G320湘乡市铜铺湾改线工程	1.10	0.85	0.25	代建
国防训练基地	0.80	0.30	0.50	代建
湖滨带建设	0.50	0.45	0.05	代建
涟水湘乡段治理	0.50	0.37	0.13	代建
湘乡市双创科技产业园三期建设项目	4.58	0.19	4.39	代建
在建项目小计	48.48	38.65	10.87	-

湘乡市健康产业园一期项目	12.31	7.40	4.91	自营项目
湘乡市双创科技产业园四期建设项目	4.82	4.85	-	自营项目
湘乡市泉塘现代农业示范园建设项目	2.81	3.09	-	自营项目
湘乡市东郊现代农业示范园建设项目	4.62	4.67	-	自营项目
湘乡经开区电子信息标准厂房建设项目 （“22湘乡02/22湘乡东投债”募投项目）	8.72	7.10	1.62	自营项目
自建项目小计	33.28	27.11	6.53	-
合计	81.76	65.76	17.40	-

注：城北新区、城北新区土地整理项目总投资为预计数；湘乡市双创科技产业园三期建设已于2022年按代建项目进行结算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

管网收入及停车费收入较为稳定，且毛利率较高，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，均已与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，租赁费每12个月支付一次，单位管网租金115.3万元/公里/年，并每12个月逐年递增1%。公司将湘乡市望春门办事处、东山办事处、棋梓镇共计4处综合停车场及配套设施委托于湘乡市信源物业服务有限公司全权代理并收取停车费、广告费等。合同约定委托期20年，年租金4,926万元，每三年递增1%。2023年公司分别实现管网收入0.81亿元及停车费收入0.45亿元，同比变动不大，对公司收入形成补充。

根据“17湘东山债/PR湘东山”募集说明书，湘乡市城区管网建设项目收入来源包括污水管网和供水管网租赁收入，其中，污水管网预计建成后可实现租金收入为2,451.09万/年；供水管网预计可实现租金收入为3,922.51万元/年；污水管网和供水管网租金收入均以每年1%逐年递增。湘乡市综合停车场及配套设施建设项目预计经济效益主要来源于包括停车场停车费收入、充电桩充电服务收入以及广告牌租金收入，其中，停车场停车费收入在经营期第1年至第3年，停车场每年可实现停车费收入4,457.65万元，经营期第3年之后每年可实现停车费收入7,175.98万元；充电桩充电收入年均收入82.13万元；停车场广告出租收入每年预计可实现出租收入639.08万元。目前，公司湘乡市城区管网建设项目租赁收入和停车费收入基本达到预期，但充电桩充电收入和停车场广告出租收入较少，尚未达到预期收入。

六、财务分析

财务分析基础说明

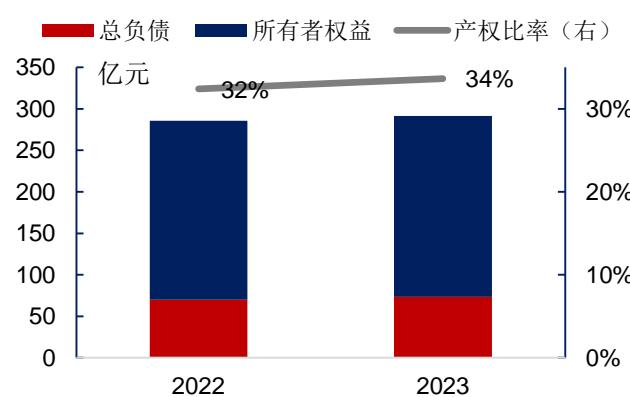
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2023年，公司合并范围未发生变化，期末纳入合并范围的公司共6家，具体见附录四。

资本实力与资产质量

随着在建项目的建设投入，公司资产规模保持增长，资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的成本及应收账款构成，资产受限比例较高，整体流动性弱

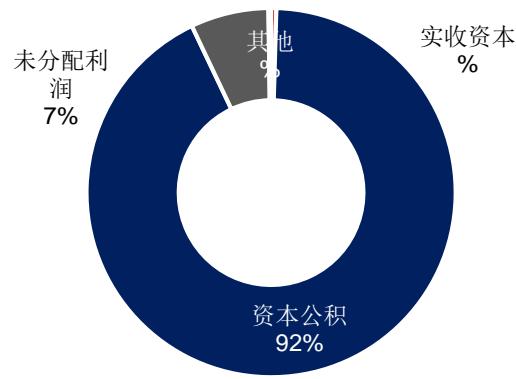
随着在建项目的持续推进，2023年公司总资产保持增长。同期公司所有者权益随未分配利润积累而略有增长，但由于维持一定的举债强度，总负债同比增长4.89%。综合影响下，公司产权比率上升至34%。公司所有者权益主要由政府注入的土地、房屋资产构成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023年末公司所有者权益构成



注：上图中实收资本占比 0.46%，其他占比 0.23%。

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司业务结构单一，资产主要由基础设施代建、土地整理业务收入业务形成的项目成本及土地资产构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，近年来其占总资产的比重维持在90%左右。

公司存货主要由土地及房屋建筑物资产、工程施工和土地开发成本组成；其中，2023年末工程施工和土地开发成本合计9.96亿元，分别为代建及土地整理业务未结转部分，因2023年土地整理项目结算较多而新增投入较少，该部分账面价值同比有所下滑；土地及房屋建筑物资产主要由公司历年来通过政府划拨或购买取得的土地使用权或房产构成，2023年土地及房产无变化，多位于湘乡市城北先导区或湘乡市望春门办事处城北村、联盟村等，用途多为商服用地、商住用地等，2023年末账面价值3.23亿元的土地尚未办妥权证，账面价值123.38亿元的土地使用权因借款抵押受限；房屋建筑物部分账面价值6.13亿元，主要为政府划拨或购买取得的房产。应收款项以应收湘乡市财政局工程结算款及与湖南省第四工程有限公司及其他当地国企的往来款为主。2023年项目建设资金投入及偿还债务规模较大，公司保有货币资金有所下降。

固定资产主要为“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，2021年起每年约为公司带来1.30亿元左右的收入，且租赁期限较长，预计未来该部分收益较为稳定。在建工程主要为公司自营项目，随着电子信息产业园和健康产业园的投入建设，2023年末在建工程账面价值同比有所增长。

表7 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	0.21	0.07%	1.26	0.44%
应收账款	13.72	4.71%	15.19	5.32%
其他应收款	22.31	7.66%	15.75	5.51%
存货	217.31	74.57%	223.02	78.04%
流动资产合计	254.43	87.30%	256.10	89.62%
固定资产	9.12	3.13%	9.66	3.38%
在建工程	27.80	9.54%	19.89	6.96%
非流动资产合计	37.01	12.70%	29.66	10.38%
资产总计	291.43	100.00%	285.76	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，公司存货受限资产账面价值123.38亿元，未办妥权证部分账面价值3.63亿元，合计占总资产的比重为43.58%，比例较高；以存货中的存量土地为主，已抵押及未办妥权证土地或房屋建筑物账面价值占存货账面价值的比重为58.45%，剩余土地多未缴纳土地出让金，为公司抵质押融资提供的弹性有限。

表8 公司主要资产受限及未办妥权证情况 (单位: 万元)

项目	受限账面价值	受限原因	未办妥权证账面价值	受限及未办妥资产比例	占总资产比重
存货-土地使用权及房屋建筑物	1,233,841.25	用于借款抵押担保	36,299.96	58.45%	43.58%
固定资产	5,265.31	保证金及定期存款	686.92	6.53%	0.20%
其他流动资产	8,820.00	用于借款抵押担保	-	99.98%	0.30%
总计	1,247,926.56		36,986.88	-	44.09%

注：受限及未办妥资产比例=受限及未办妥资产期末账面价值/对应科目期末账面价值；占总资产比重=受限及未办妥资产期末账面价值/总资产期末账面价值。

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务收入规模及毛利率较为稳定，业务有一定盈利能力

公司主营业务收入来源包括基础设施工程建设、土地整理业务，管网收入及停车费收入对公司营业收入形成一定补充。公司在建工程代建项目规模较大，存货中仍有一定规模的代建项目及土地整理项目未结算开发成本，代建业务及土地整理业务收入短期内收入较有保障，但土地整理业务收入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；公司管网及停车场租赁期年限较长，未来该业务收入较为稳定。

公司利润总额主要来源于主业，受益于工程代建和土地整理业务毛利率较为稳定，且管网收入及停车费收入毛利率较高，公司利润总额较为稳定。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	14.60	14.49
营业利润	2.26	2.04
利润总额	2.26	2.06
销售毛利率	20.46%	20.65%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内公司偿还债务规模较大，总债务有所压降，货币资金对短期债务覆盖仍很低

公司维持一定的举债强度，2023年末公司总负债略有提升，主要由刚性债务及与当地国企的往来应付款组成。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年 金额	占比	2022年 金额	占比
短期借款	1.25	1.70%	4.63	6.62%
应付票据	0.85	1.16%	0.85	1.22%
其他应付款	16.94	23.10%	8.20	11.73%
一年内到期的非流动负债	6.48	8.83%	11.86	16.96%
流动负债合计	25.84	35.23%	25.91	37.06%
长期借款	33.00	45.00%	29.97	42.86%
应付债券	14.50	19.77%	14.04	20.08%
非流动负债合计	47.50	64.77%	44.00	62.94%
负债合计	73.33	100.00%	69.91	100.00%
总债务	57.37	78.24%	62.72	89.72%
其中：短期债务	8.57	11.69%	17.34	24.80%
长期债务	48.80	66.55%	45.39	64.92%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

由于到期债务较多，2023年偿还债务规模较大，期末公司总债务同比有所下降。从融资渠道来看，银行借款是公司最主要的融资渠道，截至2023年末，公司银行借款占总债务的比重超过60%。银行借款多有抵押措施，授信方主要有农业银行、工商银行、中国银行和农业发展银行等大型国有银行及政策性银行，及湖南银行、湘乡农商行等湖南地方性银行，利率区间在4.75%-7.45%。公司于2023年发行“23湘乡01”，票面利率7%；一年内到期的应付债券2.85亿元，“22湘乡02/22湘乡东投债”存在提前回售行权压力，需关注公司后续偿债安排及资金筹备情况。2023年末公司非标融资清零。从债务期限结构来看，公司总债务以中长期为主，2023年末短期债务占比为14.94%。

因项目建设资金需求及到期债务偿付压力较大，与股东及区域间其他国企的往来所形成的拆借款是公司资金周转的重要部分，该类款项占比较高且增速较快，2023年末其他应付款同比增长106.48%，其中，往来拆借款中有息部分为1.31亿元，该部分借款实际无固定偿还期限，偿付压力相对较轻。

现金流方面，随着公司收缩项目投资强度，且得益于2023年往来拆入资金增长及前期应收账款回款，同期经营活动净现金流为净流入大幅增长；2023年因在建自营项目投入规模较大，导致当期投资活动净流出规模较大；2023年公司新增借款以银行借款为主，但由于到期债务较多，筹资活动持续净流出，且净流出规模有所扩大，需关注外部融资环境及存续债务接续情况。综合影响下，2023年公司现金及现金等价物净减少1.05亿元。

从偿债指标来看，公司资产负债率仍维持在较低水平，现金短期债务比仍处于较低水平，短期债务压力较大。公司利润总额及EBITDA主要来源于主营业务，因债务规模压降，利息支出规模下降，2023年EBITDA利息保障倍数有所上升。

表11 公司偿债能力指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年
销售商品、提供劳务收到的现金	16.19	9.42
经营活动产生的现金流量净额	15.70	8.58
投资活动产生的现金流量净额	-7.91	-0.95
筹资活动产生的现金流量净额	-8.85	-6.78
现金及现金等价物净增加额	-1.05	0.85
资产负债率	25.16%	24.47%
现金短期债务比	0.13	0.12
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.71

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 因素

公司的项目建设可能会面临一定环境风险

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情况说明，过去一年公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，过去一年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《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。2023年4月，根据《湘乡市东山投资建设开发有限公司股东会决议》《湘乡市东山投资建设开发有限公司董事会决议》和《湘乡市东山投资建设开发有限公司职工代表会决议》，任罗志勇、成秀峰为公司新任董事，任彭润芳为公司新任职工代表董事，任期三年；聘任罗志勇为公司新任总经理，

任期三年，成秀峰副总经理任职不变。2023年9月，根据公司公告，公司法定代表人、董事长、董事及总经理由罗志勇变更为彭亚锋，任期三年。

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6月17日），公司本部因贷款展期列入关注类账户，其中未结清关注类贷款余额2.89亿元，且存在已结清关注类贷款事项；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，公司对外担保余额为25.93亿元，占期末净资产的11.89%。对外担保对象均为国有企业，区域集中度较高，均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表12 截至2023年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	是否有反担
湘乡市水府庙建设发展有限公司	18,000.00	2016.5.26	2030.12.20	否
	1,500.00	2016.2.6	2030.12.20	否
	12,000.00	2016.5.30	2030.12.20	否
	50.00	2016.2.3	2030.12.20	否
	850.00	2016.1.4	2030.12.20	否
	700.00	2016.1.6	2030.12.20	否
湘乡市交通建设投资开发有限公司	800.00	2016.12.19	2031.11.30	否
	17,700.00	2017.1.25	2031.11.28	否
	45,800.00	2020.12.25	2034.12.22	否
	11,500.00	2021.2.8	2034.12.22	否
	15,890.00	2021.6.25	2034.12.22	否
湘乡慈缘生命礼仪服务有限公司	5,310.00	2022.1.21	2034.12.22	否
	9,941.28	2022.6.28	2034.12.22	否
	20,900.00	2021.4.16	2026.3.31	否
	9,800.00	2022.7.7	2023.7.6	否
湘乡市惟楚实业有限公司	9,600.00	2021.10.25	2022.10.24	否
	18,250.00	2023.12.18	2024.12.12	否
	6,415.36	2022.3.2	2032.2.9	否
湖南金源新能源投资有限公司	2,088.42	2022.4.27	2032.2.9	否
	6,238.26	2023.3.30	2032.7.25	否
	499.50	2023.6.28	2032.7.25	否
湘乡市经济开发区建设投资开发有限公司	1,040.74	2023.8.17	2032.7.25	否
	6,500.00	2023.6.21	2028.6.19	否
	2,500.00	2023.7.20	2028.7.18	否
	30,000.00	2023.9.6	2027.9.5	否
湘乡市振湘供水有限公司	4,000.00	2023.7.27	2033.7.19	否

	1,400.00	2023.9.19	2033.7.19	否
合计	259,273.56	-	-	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级上调1个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》(cspy_ffmx_2022V1.0)、本次评级适用的评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》(cspy_ffmx_2024V1.0)。

八、外部特殊支持分析

公司是湘乡市下属重要基础设施建设平台，湘乡市财政局作为公司实际控制人，间接持有公司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) 公司与湘乡市人民政府的联系非常紧密。公司系湘乡市人民政府下属主要国有企业，湘乡市财政局作为公司实际控制人，对公司经营战略和业务运营有着绝对的影响力。公司为湘乡市东山新城重要的基础设施建设主体，预计未来与湘乡市人民政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对湘乡市人民政府非常重要。近年来公司承担了湘乡市东山新城范围内基础设施项目建设、土地整理项目建设等职能，收入主要来源于代建业务收入，对湘乡市人民政府重要性非常强，且公司已在公开市场发债。

经评估，湘乡市人民政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》(版本号：cspy_ffmx_2022V1.0)，同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

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连带责任保证担保有效提升了“22湘乡02/22湘乡东投债”的信用水平

“22湘乡02/22湘乡东投债”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，保证担保的范围包括“22湘乡02/22湘乡东投债”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“22湘乡02/22湘乡东投债”存续期及“22湘乡02/22湘乡东投债”到期之日起两年。经“22湘乡02/22湘乡东投债”发行的主管部门和债券持有人会议同意，“22湘乡02/22湘乡东投债”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13 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14 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%
当期代偿率*	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15 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，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“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”的信用水平。

十、结论

湘乡市园区经济发展迅速，近年经济总量保持较快增长，外部环境较好。作为服务于湘乡市东山新城发展的重要基础设施建设主体，公司项目较为充足，短期内收入较有保障。但货币资金对短期债务覆盖低，仍面临一定的资金压力和较大的债务接续压力，资产主要由政府注入的土地及项目建设形成的应收账款构成，受限比例高，流动性较弱，且对外担保存在一定的或有负债风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，湖南融担集团提供的保证担保仍能有效提升“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”信用水平。

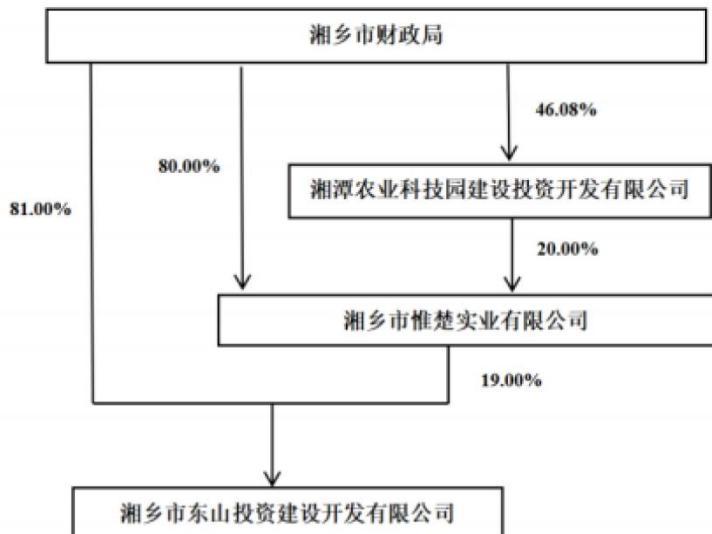
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“22 湘乡 02/22 湘乡东投债”信用等级为 AAA。

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	0.21	1.26	0.68
应收账款	13.72	15.19	10.12
其他应收款	22.31	15.75	13.24
存货	217.31	223.02	230.84
流动资产合计	254.43	256.10	254.88
固定资产	9.12	9.66	10.19
在建工程	27.80	19.89	13.05
非流动资产合计	37.01	29.66	23.35
资产总计	291.43	285.76	278.23
短期借款	1.25	4.63	5.74
应付账款	0.33	0.37	0.25
其他应付款	16.94	8.20	5.19
一年内到期的非流动负债	6.48	11.86	15.97
流动负债合计	25.84	25.91	27.36
长期借款	33.00	29.97	26.48
应付债券	14.50	14.04	10.61
非流动负债合计	47.50	44.00	37.09
负债合计	73.33	69.91	64.45
所有者权益	218.10	215.84	213.78
营业收入	14.60	14.49	14.41
营业利润	2.26	2.04	2.15
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.26	2.06	2.30
经营活动产生的现金流量净额	15.70	8.58	-1.32
投资活动产生的现金流量净额	-7.91	-0.95	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	-8.85	-6.78	1.37
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	20.46%	20.65%	20.46%
资产负债率	25.16%	24.47%	23.16%
短期债务/总债务	14.94%	27.64%	38.58%
现金短期债务比	0.13	0.12	0.03
EBITDA (亿元)	3.22	3.15	3.35
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.71	0.94

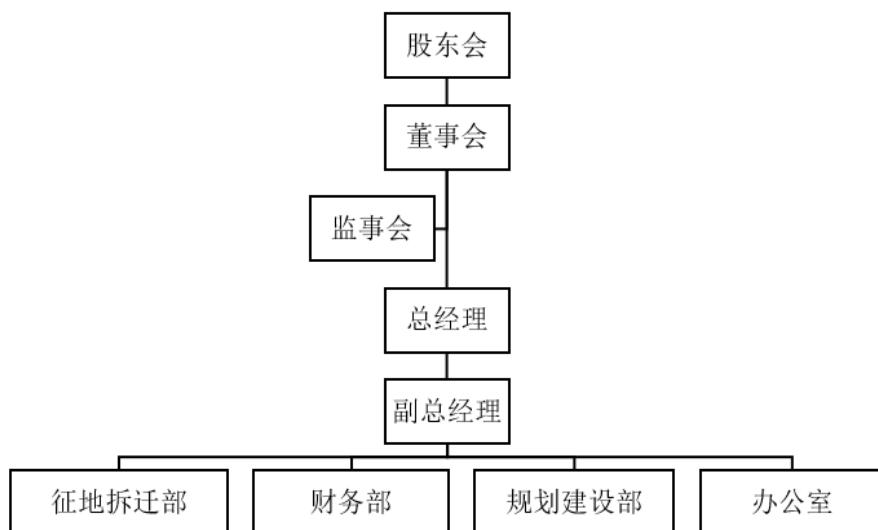
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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
湘乡市农业发展有限公司	0.68	100.00%	农业开发、农村基础设施建设、土地一级整理开发等
湘潭水府投资建设开发有限公司	0.50	100.00%	水府示范区内基础设施建设、土地一级开发等
湖南省融城旅游度假开发有限公司	1.00	100.00%	水府示范区内旅游资源开发、经营管理、基础设施建设、市内客船运输等
湘乡市扶贫开发投资有限公司	0.50	100.00%	易地扶贫搬迁项目及农村基础设施建设，农村危房改造等
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

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开资料，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	(营业收入—营业成本) /营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/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/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+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+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+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。