



2016年湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2016年湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司 城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-16	2020-06-10

债券概况

债券简称: 16邵开建专项债/PR邵开债

债券剩余规模: 12亿元

债券到期日期: 2023-12-13

偿还方式: 每年付息一次, 债券存续期内第3-7个计息年度逐年分别偿还本期债券发行总额的20%

增信方式: 土地使用权抵押

联系方式

项目负责人: 何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员: 谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司（以下简称“邵东生态园”或“公司”）及其2016年12月13日发行的城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司是邵东市重要的基础设施项目投融资主体，业务可持续性仍较好，仍获得很大力度的外部支持，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，总债务规模较大、短期偿债压力较大，资金压力较大等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。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：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,946,152.00	2,855,631.58	2,603,594.46
所有者权益	2,202,203.16	2,180,465.58	1,916,894.97
总债务	681,906.21	642,894.67	662,665.62
资产负债率	25.25%	23.64%	26.38%
现金短期债务比	0.22	0.09	0.45
营业收入	62,583.41	68,364.53	70,856.77
营业外收入	23,877.98	22,143.03	18,200.64
利润总额	23,315.45	24,764.16	25,275.68
销售毛利率	16.44%	16.63%	19.14%
EBITDA	27,279.55	31,053.23	30,848.21
EBITDA 利息保障倍数	1.03	2.20	0.80
经营活动现金流净额	21,610.66	-25,156.75	-35,086.45
收现比	0.49	0.76	1.03

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年邵东市实现GDP 616.74亿元，同比增长4.3%，高于全国生产总值增速，经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司是邵东市重要的基础设施项目投融资主体，业务可持续性仍较好。**公司是邵东市重要的基础设施项目投融资主体，主要负责邵东市的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作。邵东生态产业园范围内尚待开发土地面积较多；公司主要在建基础设施项目投资规模及投资缺口较大，未来业务可持续性较好。
- **公司仍获得很大力度的外部支持。**公司在财政补贴方面持续获得当地政府的大力支持。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券安全性。**公司以其持有的9宗共计1,515,548.40平方米、账面价值35.55亿元，评估值合计37.58亿元（评估基准日2019年12月10日）的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，土地评估价值对尚未偿还债券本金的覆盖倍数为3.12，仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地、配套设施建设成本、应收款项为主，其中土地抵押比例较大、应收款项回款时间不确定，资金占用明显，资产整体流动性较弱。
- **公司总债务规模较大，短期偿债压力较大。**公司总债务占总负债比重较高，其中短期债务规模较大，现金短期债务比较低，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司面临较大的资金压力。**公司主要在建项目投资缺口较大，公司面临较大的资金压力。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

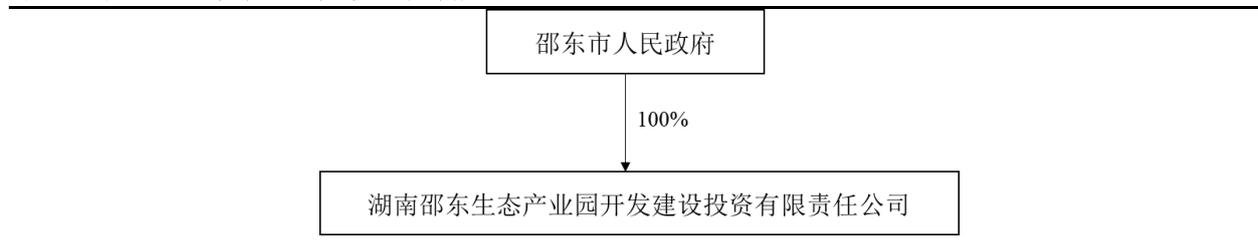
二、债券募集资金使用情况

公司于2016年12月13日发行了20亿元城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券，债券期限7年，其中18亿元原计划用于邵东生态产业园地下综合管廊建设项目，2亿元原计划用于邵东生态产业园地下停车场建设项目。截至2020年末，本期债券募集资金专项账户已销户。

三、发行主体概况

2020年，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变更，公司实际控制人和股东仍为邵东市人民政府（原“邵东县人民政府”）。截至2020年末，公司注册资本及实收资本仍均为人民币50,000.00万元。截至2020年末，公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年末公司产权及控制关系



资料来源：公开信息查询，中证鹏元整理

公司系邵东市重要的基础设施项目投融资主体，主要负责邵东市的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作。2020年，公司合并范围子公司无变化。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增

长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。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。

尽管目前经济增长好于预期, 但国内外经济形势仍较为复杂, 因而后续政策重心仍是稳杠杆, 取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化, 城投公司融资环境将出现边际收紧, 但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。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, 部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件, 需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

(二) 区域环境

邵东市经济实力稳步增强, 但经济总量较小、工业以低端传统产业为主

邵东位于湖南省中部, 地处邵阳、衡阳、娄底三市交界处, 是连接“长株潭”经济圈的重要走廊和纽带。2019年经国务院批准, 民政部批复同意撤销邵东县、设立县级邵东市, 以原邵东县行政区域为邵东市的行政区域, 邵东市由湖南省直辖, 邵阳市代管。邵东市下辖3街道22乡镇1场和1个省级经开区, 面积1,778平方公里, 境内资源丰富, 矿产以煤、石膏为主, 已探明煤储量4,000万吨, 石膏储量3.2亿吨左右, 均居全省前列。320国道、S315省道、潭邵高速、衡邵高速、娄邵铁路、洛湛铁路和怀衡铁路穿境而过。邵东市先后获得国家可持续发展实验区、全国科技进步先进县、全国电子商务进农村综合示范县等称号。

图2 邵东市地理位置



资料来源: 百度地图

2020年受疫情影响，邵东市地区生产总值可比增速大幅下降，但仍高于全国生产总值可比增速。按常住人口计算，2020年邵东市人均地区生产总值为全国人均GDP的93.80%，经济发展水平尚可。

2020年邵东市规模工业增加值继续增长，但增速较上年降低。2020年邵东市新增国家高新技术企业30家，东亿电气入选国家级专精特新小巨人企业公示名单。同年，生态产业园并入邵东经开区，园区核心竞争力进一步提升，新增入园企业50家，全年园区实现技工贸总收入950亿元。2020年工业产品销售产值886.17亿元，增长10.61%，销售率99.16%，其中打火机生产55.2亿个，增长9%；钢结构26,408吨，增长124.3%。但中证鹏元也注意到，目前邵东市仍以打火机、箱包皮具、五金、中药材等传统产业为主导行业，产品偏低端，产业核心竞争力较低，一旦成本上升或受到其他更低成本竞争产品的冲击，容易失去竞争力丧失市场。

投资方面，2020年邵东市固定资产投资继续增长，但投资增速放缓。其中，2020年重点项目完成投资91.36亿元，新建成标准化厂房52.8万平方米；建筑施工面积1,064.65万平方米，增长18.26%，房屋建筑竣工面积332.32万平方米，增长15.46%。消费方面，2018-2019年社会消费品零售总额保持较快增长，2020年疫情对邵东地区消费需求产生较大不利影响，社会消费品零售总额增速由正转负。

邵东市对外贸易、对外经济发展良好。2020年进出口总额增长14.2%，其中出口107.7亿元，增长14.4%，进口1.67亿元，增长3.2%。新批外商投资项目5个，新引进世界500强企业1家，在邵投资的世界500强存续企业2家，新批境外投资企业5家。

表1 邵东市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	616.74	4.3%	605.64	10.00%
第一产业增加值	57.92	4.4%	51.14	3.30%
第二产业增加值	217.73	7.5%	199.38	9.40%
第三产业增加值	341.08	2.5%	355.13	11.30%
工业增加值	212.18	7.0%	201.99	11.00%
固定资产投资	329.75	10.6%	301.07	16.00%
社会消费品零售总额	269.68	-2.4%	218.32	12.50%
进出口总额（亿美元）	-	14.2%	13.83	53.50%
存款余额	523.05	-	489.63	5.90%
贷款余额	322.43	-	272.6	13.50%
人均GDP（元）	67,948		66,620	
人均GDP/全国人均GDP	93.80%		93.97%	

注：2019-2020年人均GDP=当年GDP/2019年常住人口

资料来源：2019-2020年邵东市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年邵东市实现公共财政收入17.79亿元，同比增长7.33%；同期公共财政支出71.47亿元，增长2.90%；财政自给率为24.78%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度低。

五、经营与竞争

公司为邵东市重要的基础设施项目投融资主体，主要负责邵东市的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作。2020年受项目结算规模减小的影响，公司营业收入较上年降低8.46%。毛利率方面，由于成本加成比例固定，2020年毛利率与上年基本持平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	50,249.42	16.15%	45,667.37	16.15%
项目建设收入	12,330.63	17.60%	22,696.33	17.60%
租金收入	3.36	62.53%	0.84	34.18%
合计	62,583.41	16.44%	68,364.53	16.63%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司当前在建基础设施项目及邵东生态产业园内待整理土地规模较大，业务可持续性较好，但业务回款时间不确定

根据2011年公司与邵东市人民政府签订的《邵东县城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“**代建框架协议**”），授予公司在邵东市内进行土地整理和基础设施项目建设的任务。土地整理方面，邵东市人民政府将邵东生态产业园所有配置用地所需的土地征收、房屋拆迁、迁坟补偿、杆线迁移、构筑物补偿、工作经费、奖励经费、周边配套投入等一切与土地征拆整理开发安置相关的费用以包干方式给公司。政府指定邵东市财政局财政投资评审中心于每年度12月31日前对公司当年度土地整理开发投入进行评审，并对土地整理熟化达到可出让状况的土地向公司确认土地整理开发成本，并按照不低于投资总额的30%确认土地整理项目收益。基础设施项目建设方面，邵东市人民政府指定公司对邵东市城市基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，邵东市人民政府确认公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于投资总额的25%确认项目收益。实际操作中，公司会酌情将部分项目交由子公司建设。基础设施建设业务部分项目在完工时结算并确认收入，部分项目按照施工进度节点结算并确认收入。项目达到结算条件时，政府与公司组成投资决算组对投资总额进行核算确认并委托审计机构进行审计，审计结束后政府按审计结果向公司支付项目投资成本和收益。政府于年底出具《基础设施建设项目及土地整理开发项目结算协议》，公司据此确认收入。值得注意的是，上述合同并未对地方政府的付款时间进行约定，公司需先行垫付资金，政府回款安排受其资金充裕程度影响，回款时间存在一定不确定性。

土地整理业务方面，公司2020年开发整理的土地规模较上年增长，受此影响土地整理收入增长10.03%。由于成本加成比例固定，毛利率与上年持平。邵东市仍有较大开发空间，该业务持续性较有保障。

表3 公司土地整理开发情况

项目	2020年	2019年
当年开发土地面积（亩）	2,299	1,752
当年开发土地宗数（宗）	9	8
投入开发成本（万元）	42,132.21	38,290.33

资料来源：公司提供

基础设施项目建设方面，2020年，公司项目建设收入较上年下滑45.67%，主要系结算规模减小所致。毛利率方面，由于成本加成比例固定，项目建设业务毛利率保持在17.60%。

表4 2020年公司项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
北岭路建设工程	8,467.59	6,977.30
晚安家居土石方工程	3,863.03	3,183.14
合计	12,330.63	10,160.44

资料来源：公司提供

邵东县地下综合管廊建设项目、邵东县城市停车场建设项目为“16邵开建专项债”的募投项目、湖南邵东创新创业示范基地建设项目为“16邵东专项债”的募投项目、邵东县智能制造园标准化厂房建设项目为“20邵东01”及“21邵东01”的募投项目，原计划以出租和销售厂房、商业地产带来收益。根据邵生发[2018]1号文、邵开函[2020]72号文，上述四个项目均已开工建设，建成项目后与政府的结算模式为参照基础设施代建项目结算。邵东县智能制造园标准化厂房建设项目为“20邵东01”及“21邵东01”的募投项目，结算方式也变为代建。上述项目的收入模式变更后未签订新的代建协议，未来将依据公司与政府签订的代建框架协议进行结算。值得注意的是，公司主要在建项目均由政府支付委托代建费用，政府回款时间存在一定不确定性。截至2020年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资77.31亿元，业务可持续性较好。但考虑到公司主要在建项目至少尚需投资26.91亿元，同时本期债券募投项目计划投资12.20亿元，2018-2020年公司经营活动现金流合计净流出3.86亿元，公司面临较大的资金压力。

表5 截至2020年末公司主要在建项目明细（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	收益方式
邵东县地下综合管廊建设项目	269,360.00	208,406.53	代建
湖南邵东创新创业示范基地建设项目	192,977.64	140,148.45	代建
邵东县智能制造园标准化厂房建设项目	119,770.22	57,175.56	代建
生态产业园绿汀大道、昭阳大道、希望大道、民意路路网工程	55,845.58	25,530.12	代建
邵东县城市停车场建设项目	48,930.86	23,207.94	代建
国际商贸城建设项目	32,585.88	13,936.35	代建
农贸市场建设项目	10,141.44	7,801.11	代建
邵东创新学校	9,961.60	8,301.33	代建
里安小学	8,200.00	4,673.09	代建
国平路	7,800.00	3,401.44	代建

竹鸡岭公园建设项目	7,166.41	5,512.62	代建
云山学校	5,600.00	1,386.83	代建
生态产业园人民路东延伸段建设项目	4,776.35	4,561.88	代建
合计	773,115.98	504,043.25	

注：（1）农贸市场、竹鸡岭公园建设项目计划总投资较去年增加，系公司追加投资所致；（2）邵东县智能制造园标准化厂房建设项目中土地整理部分成本计入产业园 2020 年土地整理项目并已于 2020 年结算。

资料来源：公司提供

公司获得的外部支持力度很大

公司系邵东市重要的基础设施项目投融资主体，主要负责邵东市的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作，受到邵东市人民政府在财政补贴等方面的很大支持。2020年，根据邵开发[2020]20号文，公司收到政府补贴1.60亿元，此外政府免征公司税费0.70亿元，合计占同期利润总额的102.41%，是公司利润的有益补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下财务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2019-2020年审计报告，报告均按照新会计准则编制。2020年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产主要由土地、配套设施建设成本和应收款项组成，部分土地资产已经抵押，资产流动性较弱

2020年公司资产规模较上年小幅增长3.17%，主要系公司扩大外部融资规模、往来借款增多所致。公司流动资产占总资产的比重仍维持在99%以上。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	47,286.81	1.61%	14,891.68	0.52%
应收账款	206,125.15	7.00%	169,510.81	5.94%
其他应收款	189,339.93	6.43%	241,486.18	8.46%
存货	2,482,285.22	84.26%	2,408,443.80	84.34%
流动资产合计	2,925,079.65	99.28%	2,834,375.36	99.26%
非流动资产合计	21,072.35	0.72%	21,256.22	0.74%
资产总计	2,946,152.00	100.00%	2,855,631.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年末由于公司增加对外借款，货币资金较上年末增长 217.54%。截至 2020 年末，货币资金中

3.22 亿元因融资质押受限。

公司应收账款为全部为应收经开区管委会的项目结算款，截至 2020 年末，受政府资金安排影响，公司应收账款较上年末增长 21.60%。其中账龄 1 年以上的应收账款占比 67.27%，账龄较长。其他应收款主要为往来款，2020 年末较上年末下降 21.59%，主要系收到经开区管委会及邵东市御花园投资有限公司还款所致。截至 2020 年末，其他应收款中应收经开区管委会、邵东市东城快线建设指挥部等政府部门及所属机构的往来款合计 17.75 亿元，占其他应收款账面价值的 89.45%，占比较高。其他应收款中应收民营企业往来款余额为 1.53 亿元，按 28.21%计提坏账准备，回收风险较高。公司应收政府部门及所属机构的款项回收风险不大，但回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。

存货由配套设施成本和存量土地构成，截至 2020 年末占比分别为 20.08%、79.92%。配套设施成本主要为邵东县生态产业园地下综合管廊建设项目、湖南邵东创新创业示范基地建设项目等代建项目，2018-2020 年随工程投入增多而不断增长。公司存量土地共 79 宗，面积合计为 1,035.48 万平方米，账面价值总计 198.52 亿元，土地使用权类型均为出让，包括商服用地 52 宗、商住用地 22 宗、综合用地 2 宗、工业用地 2 宗和公用设施用地 1 宗（尚未办理土地证）。其中，已抵押的土地 39 宗，总面积为 571.28 万平方米，账面价值合计 122.25 亿元，占土地总价值的 61.62%。

总体来看，公司资产以土地、配套设施成本和应收款项为主，其中过半土地资产已用于抵押，剩余土地使用权、配套设施成本在极端情况下难以集中变现，应收款项回款时间受政府资金安排影响较大，对公司资金造成较大占用。此外，公司因融资抵押受限的货币资金和土地等受限资产合计 125.47 亿元，占总资产的 42.59%，公司资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持增长，政府补助是公司利润的重要来源

公司系邵东市重要的基础设施项目投融资主体，主要负责邵东市的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作。2020 年项目实际建设进度影响，业务结算规模下降，营业收入也随之下降。毛利率方面，由于成本加成比例固定，毛利率与上年持平。收现比方面，受政府资金安排影响，公司主营业务现金回笼情况变弱。

截至 2020 年末，邵东市范围内开发空间仍较大，公司主要在建基础设施项目计划总投资 77.31 亿元，后续随着代建项目的完工结算和土地整理业务推进，公司未来业务可持续性较好。但是公司代建项目易受当地政策、实际验收及结算进度影响；土地整理业务易受房地产市场和土地规划影响，预计公司未来收入规模存在一定的波动性。

2020 年，公司收到政府补贴 1.70 亿元、免征税费 0.70 亿元，合计占同期利润总额的 102.41%，是公司利润的重要来源。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

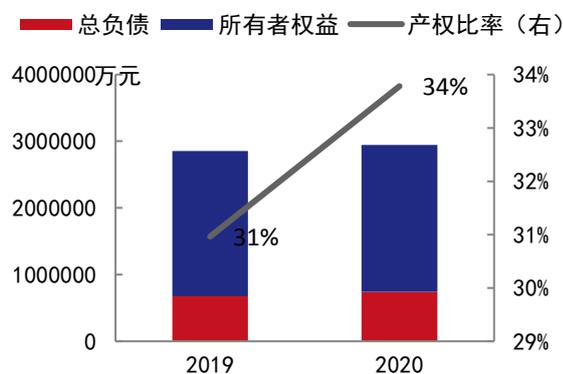
项目	2020年	2019年
营业收入	62,583.41	68,364.53
收现比	0.49	0.76
营业利润	-562.53	2,621.14
利润总额	23,315.45	24,764.16
销售毛利率	16.44%	16.63%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

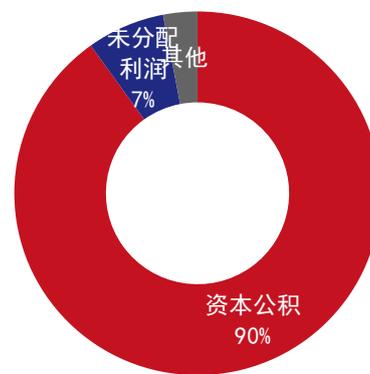
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，短期偿债压力较大

为满足公司经营活动资金需求，2020年公司扩大外部融资规模，负债规模较上年末增长10.19%，截至2020年末负债总额为74.39亿元。所有者权益规模与上年持平，截至2020年末所有者权益为220.22亿元，其中资本公积占比90.10%。综上影响，2020年末公司产权比率较上年增长，权益对债务的覆盖程度降低，总体而言权益对债务的覆盖程度仍较高。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2020年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，2020年末短期借款较2019年末增长92.15%，主要系公司增加了对商业银行短期借款所致。公司短期借款主要为抵押、质押借款，利率区间在4.35%-8.00%。公司其他应付款主要为应付利息及往来款，2018-2020年其他应付款大幅增长，主要系借入往来款规模不断增长所致。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

非流动负债方面，长期借款主要为保证、抵押、质押借款。2020年末应付债券主要为公司当前存续的债券“16邵东专项债”（期限7年，发行规模10亿元，固定利率6.50%）、“16邵开建专项债”（期限7年，发行规模20亿元，固定利率6.58%）、“20邵东01”（期限5年，发行规模6亿元，固定利率7.20%）等。2020年末应付债券较上年末小幅增长，主要系当年发行了“20邵东01”及偿还存续期债券本金所致。公司长期应付款主要为来自平安国际融资租赁（天津）有限公司和中航国际租赁有限公

公司的融资租赁款，公司近年持续偿还相关本息，期末余额较小。长期应付款较上年下降主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	62,450.00	8.39%	32,500.00	4.81%
其他应付款	33,624.94	4.52%	20,323.09	3.01%
一年内到期的非流动负债	148,615.55	19.98%	134,646.33	19.94%
流动负债合计	273,108.19	36.71%	199,417.65	29.54%
长期借款	272,588.70	36.64%	260,275.43	38.55%
应付债券	193,585.16	26.02%	188,747.32	27.96%
长期应付款	4,666.80	0.63%	26,725.59	3.96%
非流动负债合计	470,840.65	63.29%	475,748.35	70.46%
负债合计	743,948.84	100.00%	675,166.00	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息负债主要由短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款组成，2020 年末公司有息负债规模为 68.19 亿元，总债务占总负债的比重仍维持在 90% 以上，占比较高。从债务结构看，公司有息负债以长期债务为主，随着长期债务陆续临近偿还期限，短期债务占比提高，短期偿债压力也随之增强。截至 2020 年末，短期总债务为 21.11 亿元，占总债务的 30.95%。

图5 2020年末公司债务占负债比重

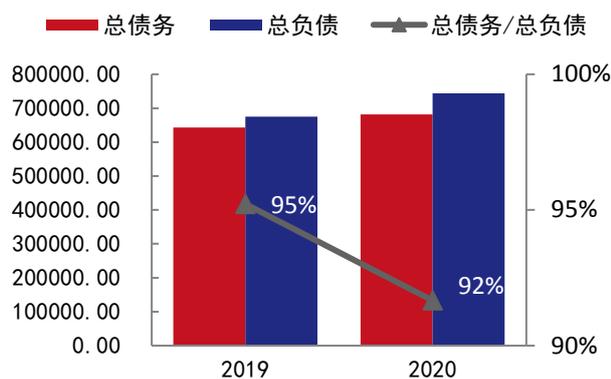
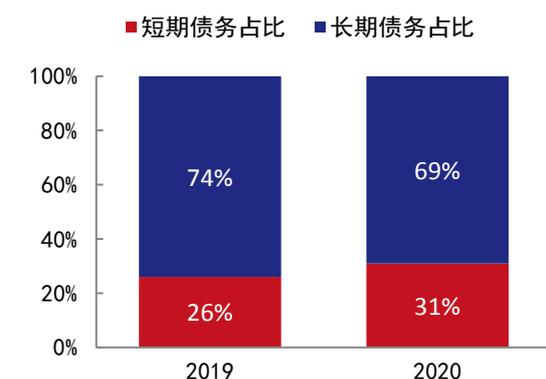


图6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年资产负债率与上年持平，资产对负债的覆盖程度较高。随着公司往来款流入，货币资金规模增长推动公司现金短期债务比小幅回升，公司现金短期债务比较上年有所上升，但仍处于偏低水平，公司仍面临较大的短期偿债压力。

考虑到公司部分项目已接近完工但产业园管委会还未予以结算项目资金的实际情况，政府承担了公司建设项目占用的部分贷款资金利息。根据邵生发[2019]64 号文，2019 年产业园管委会承担贷款利息 2.39 亿元；根据邵开发[2020]21 号文，2020 年经开区管委会承担贷款利息 1.57 亿元。2020 年因政府承

担利息较上年减少，EBITDA 利息保障倍数下降。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	25.25%	23.64%
现金短期债务比	0.22	0.09
EBITDA 利息保障倍数	1.03	2.20

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年3月17日），公司本部、子公司湖南邵东新农村建设投资有限公司、开元发展（邵东）投资有限责任公司和邵东创业投资有限责任公司均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；公司本部及上述子公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计8.49亿元，占期末净资产的比重为3.86%，公司面临较小的或有负债风险。

表10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	担保起始日	担保到期日	被担保对象性质
邵东市创新实验有限公司	20,000.00	单人担保	2018.03.06	2026.03.06	参股民企
	3,920.00	质押物担保	2018.02.28	2026.02.28	参股民企
邵阳市昭阳投资发展有限公司	10,000.00	保证担保	2020.05.13	2021.05.13	地方国企
邵东新区开发建设投资有限公司	25,000.00	保证担保	2017.12.30	2022.12.30	地方国企
	10,000.00	保证担保	2020.03.11	2021.03.11	地方国企
邵东市创新实验学校	6,000.00	保证担保	2018.09.13	2026.09.13	事业单位
邵东市人民医院	5,000.00	保证担保	2017.09.06	2022.09.06	事业单位
	5,000.00	保证担保	2017.09.06	2022.09.06	事业单位
合计	84,920.00			--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、债券偿还保障分析

抵押土地资产的评估价值对本期债券本金的覆盖倍数较高，有效提高了本期债券本息偿付的安全性

公司以其合法拥有的 9 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，担保范围为本期债券应付本息、逾期利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。公司已于 2016 年 9 月 23 日对本期债券抵押资产办妥了抵押登记手续，他项权证号为“邵他项（2016）第 116 号”、“邵他项（2016）第 117 号”。

中国建设银行股份有限公司邵东支行（以下简称“建设银行邵东支行”）是本期债券的债权代理人及抵押权代理人，根据抵押资产监管协议：（1）在本期债券存续期间，建设银行邵东支行有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经其认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告；（2）建设银行邵东支行有权对抵押资产的价值评估进行监督。本期债券存续期间，若前述抵押标的评估价值减少至低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍，公司应追加质物、抵押物或经建设银行邵东支行认可的其他担保，以确定担保物评估价值及其他担保金额之和不低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍。如抵押比超过 1.5 倍，则抵押人可以要求对超过 1.5 倍部分的抵押资产进行增值释放。

根据长沙永信评估咨询有限责任公司评估[评估基准日：2019 年 12 月 10 日，土地估价报告编号：（邵阳）长永信（2020）（估）字第 003、004 号，抵押资产账面价值为 35.55 亿元，总评估价值 37.58 亿元，为本期债券尚未偿还本金的 3.13 倍，抵押倍数较高，能为本期债券的本息偿付提供一定保障。但中证鹏元也关注到，该等土地的价值较为稳定，但土地规模较大，存在一定集中变现的困难。

表11 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	账面价值	评估价值	评估报告编号
邵国用【2015】第 1004 号	出让	其他商服用地	188,076.40	38,029.05	41,169.92	（邵阳）长永信（2020）（估）字第 003 号
邵国用【2015】第 1562 号	出让	其他商服用地	189,737.00	42,662.36	45,498.93	
邵国用【2015】第 1578 号	出让	其他商服用地	175,465.00	40,881.59	43,550.41	
邵国用【2015】第 1580 号	出让	其他商服用地	114,715.70	29,301.83	28,816.58	
邵国用【2015】第 1581 号	出让	其他商服用地	193,168.70	53,314.56	52,464.62	
邵国用【2015】第 1834 号	出让	其他商服用地	181,739.90	42,343.58	45,416.80	（邵阳）长永信（2020）（估）字第 004 号
邵国用【2015】第 1855 号	出让	其他商服用地	151,139.10	37,452.27	39,296.17	
邵国用【2015】第 2420 号	出让	其他商服用地	139,209.80	34,885.98	36,445.13	
邵国用【2015】第 2732 号	出让	其他商服用地	182,296.80	36,659.89	43,131.42	
合计	-	-	1,515,548.40	355,531.11	375,789.98	-

资料来源：（邵阳）长永信（2020）（估）字第 003、004 号土地估价报告，中证鹏元整理

十、结论

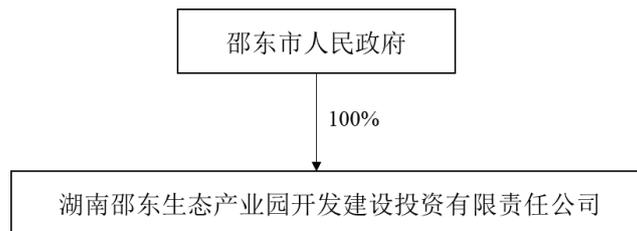
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	47,286.81	14,891.68	57,466.41
存货	2,482,285.22	2,408,443.80	2,184,359.56
流动资产合计	2,925,079.65	2,834,375.36	2,586,395.53
非流动资产合计	21,072.35	21,256.22	17,198.93
资产总计	2,946,152.00	2,855,631.58	2,603,594.46
短期借款	62,450.00	32,500.00	22,490.00
一年内到期的非流动负债	148,615.55	134,646.33	106,083.67
流动负债合计	273,108.19	199,417.65	152,607.54
长期借款	272,588.70	260,275.43	261,566.70
应付债券	193,585.16	188,747.32	238,941.47
长期应付款	4,666.80	26,725.59	33,583.78
非流动负债合计	470,840.65	475,748.35	534,091.94
负债合计	743,948.84	675,166.00	686,699.48
总债务	681,906.21	642,894.67	662,665.62
所有者权益	2,202,203.16	2,180,465.58	1,916,894.97
营业收入	62,583.41	68,364.53	70,856.77
营业利润	-562.53	2,621.14	7,075.04
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	23,315.45	24,764.16	25,275.68
经营活动产生的现金流量净额	21,610.66	-25,156.75	-35,086.45
投资活动产生的现金流量净额	-948.00	-4,258.84	-52,420.87
筹资活动产生的现金流量净额	-20,467.53	-13,159.12	-26,229.19
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.44%	16.63%	19.14%
收现比	0.49	0.76	1.03
资产负债率	25.25%	23.64%	26.38%
现金短期债务比	0.22	0.09	0.45
EBITDA（亿元）	2.73	3.11	3.08
EBITDA 利息保障倍数	1.03	2.20	0.80

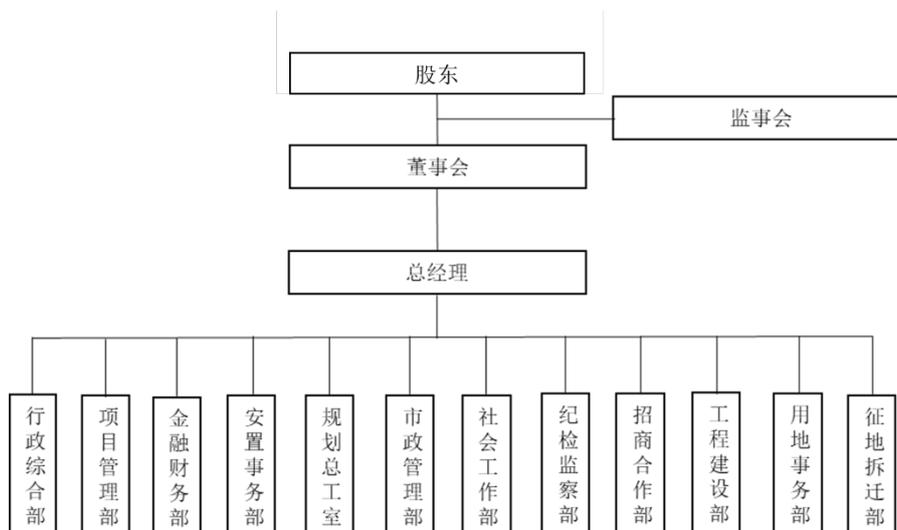
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公开信息查询，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	纳入合并范围时间	主营业务
开元发展（邵东）投资有限责任公司	9,010.00	25.19%	2013 年	土地开发、城市建设投资等
湖南邵东新农村建设投资有限公司	22,000.00	90.91%	2015 年	土地开发、城市建设投资等
邵东创业投资有限责任公司	20,000.00	100.00%	2017 年	租赁和商业服务业

资料来源：公司 2020 年审计报告、公开信息，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	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
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、债务人主体长期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、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。