

2017 年邵东新区开发建设投资有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【237】号 01

债券简称：PR 邵建投/17
邵东新区债
增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：11.20 亿
元
债券到期日期：2024 年
04 月 19 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期的第 3 年至
第 7 年末每年分别偿还
债券发行总额的 20%。

分析师
姓名：
王强 王哲

电话：
0755-82872897

邮箱：
wangq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2017 年邵东新区开发建设投资有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 16 日	2019 年 01 月 28 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对邵东新区开发建设投资有限公司（以下简称“邵东新区建投”或“公司”）及其 2017 年 04 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司项目建设业务有一定持续性，得到了外部的较大支持，此外，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和短期偿债压力，面临一定或有负债风险，2019 年抵押土地未按约定进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年，邵东撤县设市，由湖南省直辖、邵阳市代管；邵东市主导行业仍为打火机、箱包皮具、五金、中药材等传统产业；邵东市实现生产总值 605.64 亿元，按可比价计算比上年增长 10.0%，增速高于全国 3.9 个百分点；邵东市人均地区生产总值为 66,620 元，为全国人均 GDP 的 93.97%，同比提高了 21.79 个百分点，经济实力较上年大幅提升。
- 公司项目建设业务有一定持续性。公司主要从事邵东市城市基础设施建设等业务，2019 年公司实现项目建设收入 3.90 亿元。截至 2019 年末，公司代建项目总投资 15.30 亿元，累计已投资 10.27 亿元，项目建设业务有一定持续性。
- 公司继续获得外部较大支持。公司是邵东市重要的基础设施建设和投融资主体。

邵东市人民政府在政府补助和免征税费方面持续给予公司支持，2019 年邵东市人民政府给予公司财政补贴 1.04 亿元，公司获得免征税费收入 0.20 亿元。

- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司以其拥有的 17 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，于 2016 年 12 月 30 日完成抵押资产登记手续。该 17 宗土地面积合计 106.85 万平方米，均为商服用地，评估价值合计 28.16 亿元（评估基准日为 2018 年 4 月 20 日）；截至 2019 年末抵押比为 2.35。

关注：

- **资产流动性较弱。**2019 年末，公司存货规模 167.30 亿元，占总资产比重为 87.23%，其中配套设施成本和土地资产分别为 28.08 亿元和 139.22 亿元；土地资产受限比例为 33.03%，且土地集中变现存在一定的难度，存货流动性较弱。
- **面临较大的资金压力。**2019 年公司收现比下滑至 0.48，经营活动现金流净额为-5.34 亿元，持续净流出。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 25.21 亿元，经营活动现金流不足以支撑项目建设需求，公司资金支出压力较大。
- **面临较大短期偿债压力。**2019 年末，公司有息债务规模 40.19 亿元，占总负债比重为 94.90%，规模较大；公司短期刚性有息债务规模 9.43 亿元，现金短期债务比大幅下滑至 0.11，存在较大的短期偿债压力。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 5.14 亿元，为 2019 年末净资产规模的 3.44%，担保对象均为国企，但公司对外担保均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。
- **2019 年抵押土地未按约定进行跟踪评估。**根据《2017 年邵东新区开发建设投资有限公司公司债券抵押资产监管协议》，公司应在本期债券的本息全部清偿完毕之日前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。截至 2020 年 3 月 31 日，公司尚未就抵押资产做跟踪价值评估。

公司主要财务指标：

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产（万元）	1,917,978.22	1,901,249.98	1,637,130.76
所有者权益（万元）	1,494,548.39	1,476,147.63	1,218,730.61
有息债务（万元）	401,854.90	407,112.14	402,057.19
资产负债率	22.08%	22.36%	25.56%
现金短期债务比	0.11	1.73	4.11
营业收入（万元）	62,386.24	64,283.77	60,727.75
其他收益	12,400.87	0.00	0.00
营业外收入（万元）	0.00	12,028.91	11,021.52
利润总额（万元）	20,401.62	20,123.51	19,083.16
综合毛利率	16.31%	15.56%	16.59%
EBITDA（万元）	21,369.31	20,468.23	19,435.69
EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.80	0.94
经营活动现金流净额（万元）	-53,409.17	-48,993.32	-180,635.10
收现比	0.48	0.81	0.84

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

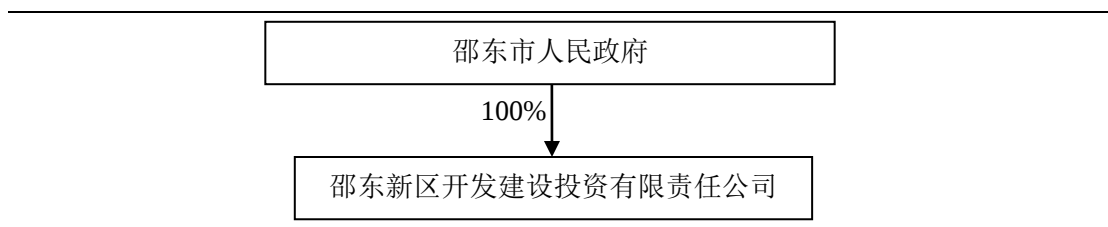
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年4月19日发行7年期14亿元公司债券，募集资金用于湖南廉桥医药工业科技园项目。截至2020年3月末，本期债券募集资金专户余额107.90万元。

二、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2020年3月末，公司注册资本和实收资本均仍为15,800.00万元，控股股东和实际控制人仍为邵东市人民政府，持有公司100%股权，公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司从事邵东市的城市基础设施建设和土地整理业务。截至2019年末，公司无纳入合并报表范围的子公司。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，

积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院

办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年邵东撤县设市，经济实力持续快速发展，但工业仍以低端传统产业为主，经济依靠投资拉动

2019年根据《民政部关于同意湖南省撤销邵东县设立邵东市的批复》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。

2019年邵东市实现地区生产总值605.64亿元，按可比价计算比上年增长10.0%，增速高于全国3.9个百分点；邵东市人均地区生产总值为66,620元，为全国人均GDP的93.97%，同比提高了21.79个百分点，经济实力较上年大幅提升；三次产业结构由2018年的9.9: 47.7: 42.4调整为2019年的8.4: 32.9: 58.7，第三产业占比提高。

2019年，邵东市完成规模工业增加值201.99亿元，增长11.0%；工业产品销售产值831.37亿元，增长11.58%，销售率99.21%，其中打火机生产51亿个，增长4%；棉纱生产2,435吨，增长44.7%。邵东市主导行业仍为打火机、箱包皮具、五金、中药材等传统产业，产品偏低端，产业核心竞争力较弱，一旦成本上升或受到其他更低成本竞争产品的冲击，容易失去竞争力而丧失市场，主导产业经济面临较大的转型升级压力。

固定资产投资是拉动邵东市经济发展的重要因素。2019年邵东市固定资产投资301.07亿元，增速16.0%，其中产业投资178.83亿元，增速12.1%，占比59.4%；产业投资中制造业投资114.51亿元，增长7.9%。

邵东市建筑业发展较快。2019年邵东市建筑业总产值74.45亿元，增长24.89%；房屋建筑施工面积900.23万平方米，增长28.01%，房屋建筑竣工面积287.83万平方米，增长20.65%。

邵东市消费持续发展。2019年邵东市实现社会消费品零售总额218.32亿元，增长12.5%；分行业看，批发业实现零售额213,583万元，增长10.2%，零售业实现零售额1,715,877.2万元，增长11.9%，住宿业实现零售额43,181.6万元，增长11.9%，餐饮业实现零售额210,563.6万元，增长20.0%。

贸易易受国际环境的影响，存在不确定性。2019年邵东市实现进出口总额13.83亿美元，增长53.5%。

表 1 邵东市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	605.64	10.0%	552.62	11.0%
第一产业增加值	51.14	3.3%	42.80	1.9%
第二产业增加值	199.38	9.4%	205.37	11.7%
其中：规模工业增加值	201.99	11.0%	172.81	11.4%
第三产业增加值	355.13	11.3%	182.28	12.9%
固定资产投资	301.07	16.0%	262.26	20.6%
社会消费品零售总额	218.32	12.5%	194.15	13.0%
进出口总额（亿美元）	13.83	53.5%	9.01	32.6%
存款余额	489.63	5.9%	462.42	1.3%
贷款余额	272.60	7.6%	240.10	7.6%
三次产业结构	8.4: 32.9: 58.7		9.9: 47.7: 42.4	
人均 GDP（元）	66,620		46,661	
人均 GDP/全国人均 GDP	93.97%		72.18%	

注：（1）“-”系无公开数据；

（2）根据第四次经济普查结果，邵东市 2018 年 GDP 从 430.45 亿元调整为 552.62 亿元。

资料来源：2018-2019 年邵东市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年邵东市实现公共财政收入16.58亿元，同比增长6.41%；政府性基金预算收入19.54亿元，同比增长115.7%；公共财政支出71.50亿元，增长13.74%；财政自给率为23.19%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度低。

四、经营与竞争

公司是邵东市重要的基础设施建设和投融资主体之一，从事邵东市的城市基础设施建

设和土地整理业务。2019年公司营业收入略下滑2.95%，主要系土地整理业务收入减少所致，相关收入易受政府土地规划及土地一级市场影响，存在不确定性；公司项目建设业务收入3.90亿元，同比增长50.01%，占营业收入比重为62.56%。

毛利率方面，公司项目建设业务和土地整理业务分别按照25.00%和20.00%的成本加成率进行结算，各项业务毛利率较为稳定。因两项业务收入占比变化，综合毛利率略有变动。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	23,358.57	14.17%	38,267.23	14.17%
项目建设	39,027.66	17.60%	26,016.54	17.60%
合计	62,386.24	16.31%	64,283.77	15.56%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理业务易受当地规划及土地一级市场影响，存在不确定性

根据2012年11月20日县政府与公司签订的《邵东县（市）城市基础设施项目建设及土地整理开发委托代建协议书》（以下简称“代建协议框架”），邵东市政府委托公司负责代建邵东市经开区范围内所有配置用地的土地征迁、整理及开发。县政府采取委托包干的方式，将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，并指定邵东市财政局财政投资评审中心（以下简称“邵东投资评审中心”）于每年12月20日前对公司土地整理开发投入进行评审，当土地整理达到出让状况时，支付公司土地整理开发成本支出，并按照不低于投资总额的20%支付土地整理项目收益。

根据县政府与公司签订的2018-2019年《邵东县（市）城市基础设施建设项目及土地整理开发项目资产移交协议》，公司完成的土地整理开发项目计收入情况见下表。截至2019年末，公司无正在整理的土地，公司土地整理业务易受当地土地规划及土地一级市场的影响，相关业务收入依靠政府规划，存在较大不确定性。

表 3 2018-2019 年公司土地整理业务收入情况（单位：万元）

土地整理项目	收入	成本	毛利率
2019 年			
大田社区及周边地块土地整理	23,358.57	20,049.44	14.17%
合计	23,358.57	20,049.44	14.17%
2018 年			
长岭路以南、红岭路以东、北岭路以北、金泉路以西片区土地整理项目	38,267.23	32,846.04	14.17%
合计	38,267.23	32,846.04	14.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建项目建设业务收入有一定持续性，但需关注项目完工和移交情况，且该业务资金回流时间不确定；目前公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力

根据代建协议框架，县政府决定对邵东市城市基础设施建设项目采用“代建工程收取项目收益”模式，支付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%支付项目收益。在实际操作中，县政府或经开区管委会每年末与公司签订《邵东县（市）城市基础设施建设项目及土地整理开发项目资产移交协议》，确认完工项目的回购总成本，以此作为确认项目建设收入的基础，2018-2019年项目建设收入具体情况见下表。邵东市人民政府授权邵东市财政局指定邵东经济技术开发区管委会（以下简称“管委会”）为付款主体。

表4 公司基础设施项目确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	毛利率
2019 年		
公园路邵阳大道段、红岭南路段工程	22,246.50	17.60%
昭阳路、站前路、北岭路二期路网工程	16,781.16	17.60%
合计	39,027.66	17.60%
2018 年		
高速路口、高速引线改扩建工程	2,301.63	17.60%
青何铁路线项目	2,902.01	17.60%
邵东大道路网改造、邵东工业品市场园区道路工程	6,300.28	17.60%
永兴路衡宝路与邵阳大道路段	7,225.67	17.60%
市政广场工程投资	5,942.04	17.60%
赛田农贸市场工程	1,344.92	17.60%
合计	26,016.54	17.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目多为代建协议框架下的项目，仅“湖南廉桥医药工业科技园项目（17邵东新区债募投项目）”和“邵东县（市）城乡供水一体化建设工程项目（19邵东债、20邵东债募投项目）”是非代建协议框架下的项目。其中，“湖南廉桥医药工业科技园项目”收益来源为标准化厂房的销售收入及办公楼等的出租收入，待项目建成后，才能实现收益，未来相关收入易受房产市场和租赁市场情况的影响，存在不确定性；“邵东县（市）城乡供水一体化建设工程项目”收入来源为水费收入，未来相关收入易受水价、使用量及运营时间等因素影响，需关注项目建成后实际运营情况。

截至2019年末，公司代建项目总投资15.30亿元，累计已投资10.27亿元，项目建设收入具有一定的持续性，但是收入确认的时间取决于工程完工情况等。另外，代建项目现金回款情况易受政府资金调配影响，回收时间不确定。

截至2019年末，剔除已投资大于总投资项目后，公司主要在建项目计划总投资合计50.92亿元，尚需投资25.21亿元，面临较大的资金压力。2019年末的项目建设情况见下表。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建的基础设施工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	已投资	收益方式
1	湖南廉桥医药工业科技园项目	279,785.29	172,342.65	自营
2	邵东县（市）城乡供水一体化建设工程项目	96,407.58	5,707.17	自营
3	邵水河综合治理项目	20,000.00	3,531.692	政府委托代建
4	赛田路、滨河路、建设西路路网建设	20,000.00	13,807.61	政府委托代建
5	火车站站前广场改扩建项目	10,000.00	11,881.74	政府委托代建
6	兴禾大道项目	10,000.00	11,802.72	政府委托代建
7	药王大道项目	10,000.00	4,393.16	政府委托代建
8	礼经安置区	15,000.00	8,383.76	政府委托代建
9	宋家安置区项目	10,000.00	6,293.31	政府委托代建
10	320 国道提质改造工程	8,000.00	3,332.07	政府委托代建
11	其他项目	50,000.00	39,275.12	政府委托代建
政府委托代建项目合计		153,000.00	102,701.18	
剔除已投资大于总投资项目后合计		509,192.87	257,066.54	-

注：部分路网等工程项目已投资大于总投资，系公司根据实际情况增加了工程量。

资料来源：公司提供

公司在财政补贴、税收优惠方面继续获得较大的外部支持

公司在财政补贴方面继续获得较大的外部支持。2019年邵东市人民政府给予公司财政补贴1.04亿元。

公司在税收优惠方面继续获得较大的外部支持。根据邵政发〔2012〕51号《关于给予邵东新区开发建设投资有限公司税收优惠政策的决定》，对公司承担政府委托进行的土地整理开发、市政基础设施项目投资取得的财政性资金、收到的财政专项补贴资金不征收企业所得税，2019年公司获得免征税费收入0.20亿元。

五、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2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2019年末公司合并范围未发生变动，仍无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

2019年公司资产主要以土地资产为主，且部分资产受限，整体流动性较弱

2019年末公司总资产规模191.80亿元，同比增长0.88%，变化不大，其中流动资产占比为98.92%。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,116.19	0.53%	91,664.21	4.82%
应收账款	126,684.66	6.61%	92,426.84	4.86%
存货	1,672,998.73	87.23%	1,645,847.36	86.57%
流动资产合计	1,897,250.20	98.92%	1,879,564.44	98.86%
非流动资产合计	20,728.01	1.08%	21,685.54	1.14%
资产总计	1,917,978.22	100.00%	1,901,249.98	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司货币资金为1.01亿元，主要系银行存款，同比减少88.96%，主要用于偿付债务及项目建设，受限货币资金188.93万元，系定期存款；应收账款期末余额12.67亿元，占资产总额的6.61%，均为应收湖南邵东经济开发区管理委员会的项目收购款，未计提坏账，但回收时间具有不确定性。

存货是公司最主要的资产。截至2019年末，存货规模167.30亿元，占总资产比重为87.23%，其中配套设施成本和土地资产分别为28.08亿元和139.22亿元；土地资产合计106宗、总面积12,394.43亩，均为出让性质的商服用地¹，已抵押地块27宗、总面积189.75万平方米、账面价值合计45.99亿元，受限比例为33.03%，存货流动性较弱。

总体而言，公司资产主要以土地资产为主，且部分资产受限，整体流动性较弱。

盈利能力

政府补助仍然是公司重要的利润补充

2019年实现营业收入6.24亿元，同比减少2.95%，主要系土地整理业务收入减少所致。

毛利率方面，公司项目建设业务和土地整理业务毛利率变动不大，公司综合毛利率变动主要系两项业务收入占比变动所致。

¹ 商服用地细分为批发零售用地、商务金融用地、住宿餐饮用地和其他商服用地。公司商服住宅用地 39 宗、总面积 5,026.05 亩、账面价值 42.48 亿元；批发零售的土地 4 宗、总面积 622.63 亩、账面价值合计 4.45 亿元；其他商服用地 53 宗、总面积 5,809.79 亩、账面价值 77.07 亿元；未细分类商服土地 10 宗，总面积 935.93 亩、账面价值 15.22 亿元，面积存在四舍五入的差异。

公司发展继续获得外部支持。2019年公司获得政府补助和免征税费合计为1.24亿元，占当期利润总额60.78%，外部支持有效提升了公司利润水平。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	62,386.24	64,283.77
其他收益	12,400.87	0.00
营业利润	20,401.62	8,094.60
营业外收入	0.00	12,028.91
利润总额	20,401.62	20,123.51
综合毛利率	16.31%	15.56%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现仍然较差，资金压力较大

2019年公司收现比下滑至0.48，经营活动收现能力持续下滑。公司主业回款情况取决于政府财政预算安排，存在不确定性。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补助；支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款。2019年公司经营活动现金流持续为净流出，主要系公司经营项目投资规模较大，经营活动现金流不足以支撑公司项目建设需求。

2019年，公司投资活动现金流出主要系购买电子设备等。2019年无筹资活动现金流入，筹资活动现金流出系偿还债务本息支付的现金。由于公司从事项目建设资金需求较大，截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资25.21亿元，公司存在较大的资金压力。

表 8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.48	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	30,000.00	52,100.02
收到的其他与经营活动有关的现金	10,499.62	10,120.68
经营活动现金流入小计	40,499.62	62,220.70
购买商品、接受劳务支付的现金	55,650.46	90,540.20
支付的其他与经营活动有关的现金	37,602.62	19,898.90
经营活动现金流出小计	93,908.79	111,214.02
经营活动产生的现金流量净额	-53,409.17	-48,993.32
投资活动产生的现金流量净额	-10.17	-31.43
筹资活动产生的现金流量净额	-28,141.82	-20,250.88

现金及现金等价物净增加额	-81,561.16	-69,275.64
--------------	------------	------------

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的短期偿债压力

随着经营积累，公司所有者权益有所增长，2019年末所有者权益为149.45亿元，同比增长1.25%；负债总额42.34亿元，变化不大；截至2019年末，公司产权比率下滑为28.33%，公司所有者权益对负债的保障程度略有提高，保障程度仍然较好。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	423,429.83	425,102.35
股东权益合计	1,494,548.39	1,476,147.63
产权比率	28.33%	28.80%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司非流动负债占负债总额比为72.65%。

2019年末，公司短期借款3.20亿元，系1笔质押借款，继续展期1年后，到期日为2020年12月27日，质押物为邵东县鼎城融资担保有限公司的定期存单；长期借款规模17.11亿元，主要系8.11亿元抵押借款、6.50亿元抵质押借款、2.50亿元保证借款和25.00万元质押借款，抵押物为土地，质押物为应收账款收益权，保证人为湖南邵东生态产业园开发建设投资有限责任公司，利率分布在4.30%-7.10%范围内，到期日期较为分散；应付债券系17邵东新区债，7年期，票面利率7.10%，面值14.00亿元；长期应付款规模2.50亿元，系向湖南省信托投资有限责任公司借入的信托款，利率6.10%，到期日为2025年5月30日。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,000.00	7.56%	32,000.00	7.53%
一年内到期的非流动负债	62,253.23	14.70%	21,006.00	4.94%
流动负债合计	115,828.16	27.35%	70,996.20	16.70%
长期借款	171,061.96	40.40%	182,095.29	42.84%
应付债券	111,539.71	26.34%	139,010.86	32.70%
长期应付款	25,000.00	5.90%	33,000.00	7.76%
非流动负债合计	307,601.67	72.65%	354,106.15	83.30%
负债合计	423,429.83	100.00%	425,102.35	100.00%
其中：有息债务	401,854.90	94.90%	407,112.14	95.77%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务规模40.19亿元，占总负债比重为94.90%，规模较大。2019年末公司短期刚性有息债务规模9.43亿元。

表 11 截至 2019 年末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	94,253.23	69,100.00	74,100.00	164,401.67

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，近年公司的资产负债率维持较低水平，2019年末资产负债率为22.08%，长期偿债指标表现较好；但是2019年现金短期债务比大幅下滑至0.11，且公司EBITDA利息保障倍数仍然小于1，短期偿债指标表现较差，面临较大的短期偿债压力。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	22.08%	22.36%
现金短期债务比	0.11	1.73
EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.80
有息债务/EBITDA	18.81	19.89

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

2019年抵押土地未按约定进行跟踪评估；国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平

为保障本期债券持有人利益，公司以其合法拥有的17宗国有土地使用权为本期债券的还本付息提供抵押担保，该17宗土地面积合计106.85万平方米，均为商服用地。公司已于2016年12月30日完成抵押资产登记手续（邵他项（2016）第216号）。

根据公司与湖南邵东农村商业银行股份有限公司签署的《2017年邵东新区开发建设投资有限责任公司公司债券抵押资产监管协议》，公司聘请湖南邵东农村商业银行股份有限公司为抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。在本期债券存续期内，公司应保证抵押比不低于1.5倍（抵押比是指抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）。公司应在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的20个工作日。2018年公司聘请评估机构对上述土地进行跟踪评估，根据长沙永信土地房地产评估

测绘有限公司于2018年11月20日出具的《土地估价报告》，以2018年4月20日为评估基准日，上述17宗土地评估价值281,566.24万元；2019年公司未重新评估相关土地，截至2019年末抵押比为2.35，抵押资产满足抵押资产监管协议约定的覆盖倍数。该项抵押资产仍然能够有效地提升本期债券的信用水平。

值得注意的是，用于抵押担保的土地资产规模较大，而邵东市土地交易量不大，在极端情况下能否集中变现具有一定的不确定性。

表 13 公司抵押土地估价结果一览表（单位：平方米、万元）

权证编号	位置	面积	评估值
邵国用[2015]第 2710 号	邵东市公园路以西、兴禾路以北	77,111.60	19,123.68
邵国用[2015]第 1878 号	邵东市长岭路以南、金龙路以东、北岭路以北、紫霞路以西	24,312.80	7,648.81
邵国用[2015]第 2379 号	邵东市公园路以西、竹岭路以南	21,839.30	6,427.31
邵国用[2015]第 2669 号	邵东市站前路以南、金龙路以东、长岭路以北、紫霞路以西	25,568.70	5,903.81
邵国用[2015]第 2686 号	邵东市竹岭路以南、兴禾路以北、滨河路以东	35,892.20	8,287.51
邵国用[2015]第 2711 号	邵东市开发区北岭路以南、锦绣路以北、梧桐路以东、金泉路以西预编地号 159-1 号	67,256.70	15,529.57
邵国用[2015]第 2689 号	邵东市新辉路以南、软田路以东、赛田路以西、邵东大道以北	72,431.10	19,100.08
邵国用[2015]第 2670 号	邵东市长岭路以南、福田路以东、北岭路以北	146,955.30	23,263.02
邵国用[2014]第 0968 号	邵东市两塘路以东、新辉路以北	78,089.20	35,350.98
邵国用[2014]第 0558 号	邵东市解放北路以东、希望大道以西、兴禾大道以北	105,147.30	40,891.78
邵国用[2014]第 0588 号	邵东市 G320 以南	20,759.80	6,921.32
邵国用[2014]第 0589 号	邵东市衡宝路以东、人民路以北	11,221.00	3,724.25
邵国用[2014]第 0967 号	邵东市邵东大道以南、赛田路以东、建设西路以北	87,052.50	19,804.44
邵国用[2014]第 1083 号	邵东市 S315 以南	8,487.50	1,918.18
邵国用[2014]第 2366 号	邵东市竹岭路以南、兴禾路以北	24,176.80	5,463.96
邵国用[2014]第 0499 号	邵东市长岭路以南、红岭路以东、北岭路以北、福田路以西	146,855.50	28,020.03
邵国用[2013]第 1137 号	邵东市希望大道以西、锦绣路以北	115,381.40	34,187.51
合计	-	1,068,538.70	281,566.24

注：评估基准日为 2018 年 4 月 20 日。

资料来源：公司提供

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月4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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为5.14亿元，为2019年末净资产规模的3.44%。湖南邵东新农村建设投资有限公司及湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司实际控制人均为邵东市人民政府，对外担保均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业类型	担保金额	是否存在反担保
湖南邵东新农村建设投资有限公司	国企	12,449.89	否
		19,000.00	否
湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司	国企	20,000.00	否
合计	-	51,449.89	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年，邵东市国民经济快速增长，公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础。公司项目建设业务有一定持续性。公司得到外部的较大支持，此外，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和短期偿债压力，面临一定或有负债，2019年抵押土地未按约定进行跟踪评估等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元对公司及本期债券的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	10,116.19	91,664.21	170,764.05
应收账款	126,684.66	92,426.84	78,314.57
其他应收款	87,450.62	49,626.04	30,616.61
存货	1,672,998.73	1,645,847.36	1,355,721.31
流动资产合计	1,897,250.20	1,879,564.44	1,635,416.55
可供出售金融资产	1,000.00	1,000.00	1,000.00
固定资产	19,728.01	20,385.54	95.71
非流动资产合计	20,728.01	21,685.54	1,714.21
资产总计	1,917,978.22	1,901,249.98	1,637,130.76
短期借款	32,000.00	32,000.00	32,000.00
一年内到期的非流动负债	62,253.23	21,006.00	9,552.00
流动负债合计	115,828.16	70,996.20	57,894.96
长期借款	171,061.96	182,095.29	188,051.51
应付债券	111,539.71	139,010.86	138,753.68
长期应付款	25,000.00	33,000.00	33,700.00
非流动负债合计	307,601.67	354,106.15	360,505.19
负债合计	423,429.83	425,102.35	418,400.15
有息债务	401,854.90	407,112.14	402,057.19
所有者权益合计	1,494,548.39	1,476,147.63	1,218,730.61
营业收入	62,386.24	64,283.77	60,727.75
营业利润	20,401.62	8,094.60	8,061.64
营业外收入	0.00	12,028.91	11,021.52
净利润	18,400.76	18,094.60	17,061.64
经营活动产生的现金流量净额	-53,409.17	-48,993.32	-180,635.10
投资活动产生的现金流量净额	-10.17	-31.43	-79.86
筹资活动产生的现金流量净额	-28,141.82	-20,250.88	277,721.22
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	16.31%	15.56%	16.59%
收现比	0.48	0.81	0.84
产权比率	28.33%	28.80%	34.33%
资产负债率	22.08%	22.36%	25.56%
现金短期债务比	0.11	1.73	4.11
EBITDA（万元）	21,369.31	20,468.23	19,435.69
EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.80	0.94

有息债务/EBITDA	18.81	19.89	20.69
-------------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{期末现金及现金等价物余额} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录三 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。