

信用评级公告

联合〔2022〕3957号

联合资信评估股份有限公司通过对湖南洞庭资源控股集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湖南洞庭资源控股集团有限公司的主体长期信用等级为AA，维持“20洞庭管廊01/20洞庭01”的信用等级为AA⁺，维持“20洞庭管廊02/20洞庭02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月十七日

湖南洞庭资源控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
湖南洞庭资源控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	4.00 亿元	4.00 亿元	2027/05/06
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	8.50 亿元	8.50 亿元	2027/07/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”）是湖南省湘阴县重要的水域资源投资开发和经营主体，业务涉及基础设施建设、土地开发和砂石销售等，其中公司具有湘阴县砂石专营权，区域专营优势明显。跟踪期内，湘阴县经济稳步发展，公司持续获得政府在资产注入和财政补贴等方面的支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱，债务规模持续增长且 2022 年存在集中兑付压力等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司存续债券“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；“20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，常德财鑫主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；兴农担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，外部担保有效提升了被担保债券到期偿还的安全性。同时以上存续债券均设置了本金分期还款安排，可有效降低公司的集中偿付压力。

未来，随着公司基础设施建设和土地开发业务的持续推进，同时砂石开采和其他市场化业务的逐步发展，公司业务规模有望持续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”的信用等级为 AA⁺，“20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 经营环境良好。跟踪期内，湘阴县经济稳步发展。2021 年，湘阴县实现地区生产总值 369.02 亿元，同比增长 8.4%；全县一般公共预算收入 32.7 亿元，同比增长 8%。

2. 持续得到外部支持。公司作为湘阴县重要的水域资源投资开发和经营主体，跟踪期内持续获得政府在资产注入和政府补贴等方面的支持。

分析师：宋金玲 高锐
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. 公司具有湘阴县的砂石开采权，区域专营优势明显。
公司具有湘阴县砂石开采的专营权，在政府对砂石行业大力整顿下，砂石开采行业得到有效规范，公司区域专营优势有望逐步加强。

4. 担保措施有效提升债券偿付的安全性。“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”由常德财鑫提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；“20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02”由兴农担保提供全额不可撤销的连带责任保证担保，外部担保显著提升了债券到期偿还本息的安全性。

关注

1. 公司 10 个采区的采砂规划均将于 2022 年 10 月到期，联合资信将持续关注公司采砂权的申请批复情况；同时砂石开采受环保政策及河道水位因素影响较大。

2. 资产流动性较弱。公司资产以存货、无形资产和固定资产为主，资产受限比例较高，资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 有息债务规模增长迅速，债务负担加重，2022 年集中兑付压力较大。截至 2021 年底，公司全部债务 100.38 亿元，较 2020 年底增长 21.63%；现金短期债务比为 0.71 倍；2022 年公司到期债务规模 40.09 亿元，集中兑付压力较大。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	5.19	12.34	28.36
资产总额(亿元)	136.61	184.07	206.10
所有者权益(亿元)	74.44	94.21	93.30
短期债务(亿元)	31.61	27.39	40.09
长期债务(亿元)	27.91	55.14	60.29
全部债务(亿元)	59.52	82.53	100.38
营业总收入(亿元)	17.92	28.76	31.23
利润总额(亿元)	2.56	3.05	3.51
EBITDA(亿元)	6.46	7.49	10.75
经营性净现金流(亿元)	-10.76	11.08	19.01
营业利润率(%)	27.02	22.82	16.74
净资产收益率(%)	2.53	2.64	3.02
资产负债率(%)	45.51	48.82	54.73
全部债务资本化比率(%)	44.43	46.70	51.83
流动比率(%)	307.13	353.09	281.06
经营现金流动负债比(%)	-31.41	31.90	36.20
现金短期债务比(倍)	0.16	0.45	0.71
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.90	1.96

全部债务/EBITDA (倍)	9.22	11.01	9.34
公司本部 (母公司)			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	97.16	149.09	161.09
所有者权益 (亿元)	58.83	77.88	74.87
全部债务 (亿元)	38.26	71.15	43.14
营业收入 (亿元)	5.91	4.65	4.86
利润总额 (亿元)	0.05	0.14	0.17
资产负债率 (%)	39.44	47.76	53.52
全部债务资本化比率 (%)	39.41	47.74	36.56
流动比率 (%)	387.46	329.05	200.58
经营现金流动负债比 (%)	30.91	-26.36	40.89

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 2020 年底其他应付款中有息部分已计入短期债务, 长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务

资料来源: 联合资信根据客户提供审计报告整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	AA ⁺	AA	稳定	2021/06/29	余瑞娟 文 中	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	AAA						
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	AAA	AA	稳定	2020/6/15	牛文婧 李 晨	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)	阅读全文
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	AA ⁺	AA	稳定	2020/3/06	牛文婧 李 晨	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

湖南洞庭资源控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本和经营范围均未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 1.40 亿元，湘阴县财政局持有公司 100% 的股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构未发生变化；组织架构部分设置有所调整，目前设置党建办、综合办公室、资金运营部、资本运营部、资产运营部和法务审计部六个部门。截至 2021 年底，公司合并范围内拥有子公司 12 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 206.10 亿元，所有者权益 93.30 亿元；2021 年，公司实现营业收入 31.23 亿元，利润总额 3.51 亿元。

公司注册地址：湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧。跟踪期内，公司法定代表人由姜彬变更为钟红波。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表：

表 1 截至 2022 年 5 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	4.00	4.00	2020/05/06	7 年
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	8.50	8.50	2020/07/20	7 年

资料来源：联合资信整理

“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”和“20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02”均设置分期还本条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年需分别偿还本金的 20%。跟踪期内，上述两只债券均未进入还本期，公司已按时支付债券利息。

“20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01”由常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；

“20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

表 1 所示存续债券的募集资金均已按照计划全部用于东湖生态新城地下综合管廊项目建设（以下简称“募投项目”），募投项目计划总投资 13.00 亿元。截至 2021 年底，募投项目已全部完工，实际投资总额 14.31 亿元，全部转入固定资产。募投项目已于 2022 年初开始试运营，但受疫情影响，设备调试、技术支持和管理人员未能及时到位，募投项目尚未实现收益。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平

回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。

其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同

均增长率，下同。

期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加

大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家

出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企

业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，

城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内，湘阴县经济实力和地方财力增强，公司发展面临良好的区域经济环境。

湘阴县隶属于湖南省岳阳市，位于湖南省东北部，居湘资两水尾闾、南洞庭湖滨，湘江自南向北贯穿全境，把全县分为东西两部，东部为丘陵岗地，西部为滨湖平原，湘阴县地处长沙、岳阳、益阳三市五县中心，紧邻湖南省省会长沙，县城距长沙中心城区38公里，处于“长株潭”半小时经济圈内，湘阴县是“长株潭”地区沿湘江、过洞庭湖、经长江出海的必经通道，既是“长株潭”城市群沿江北上在洞庭湖的“大码头”，也是岳阳和武汉城市圈对接“长株潭”城市群的“桥头堡”。2021年底，湘阴县常住人口58.26万人。

根据《湘阴县2021年国民经济和社会发展

统计公报》，湘阴县2021年实现地区生产总值369.02亿元，同比增长8.4%。其中第一产业增加值72.37亿元，同比增长9.3%；第二产业增加值141.24亿元，同比增长9.7%；第三产业增加值155.42亿元，同比增长7.8%。三次产业结构比为19.6:38.3:42.1。

2021年，湘阴县固定资产投资同比增长11.5%。其中，5000万元以上固定资产投资项目143个，占全县投资总额比重为70%。

2021年，湘阴县一般公共预算收入32.7亿元，同比增长8%，其中税收收入16.07亿元，同比增长13%，税收占一般公共预算收入比重为49.1%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年底，公司注册资本和实收资本均为1.40亿元，湘阴县财政局持有公司100%的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司为湘阴县最重要的水域资源投资开发和经营主体，业务具有区域专营优势。

公司业务涉及基础设施建设、土地开发和砂石销售等，其中公司具有湘阴县砂石专营权，区域专营优势明显。湘阴县另有两个平台公司：湘阴县城市发展集团有限公司，主要从事湘阴县域的城市基础设施建设；湖南洋沙湖投资控股集团有限公司，主要负责县域工业园区建设和招商引资工作。公司与上述两家平台公司业务重叠较小。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他重大不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91430624685038959B)，截至2022年5月27日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91430624587048395R),截至2022年5月23日,公司重要子公司湘阴县湘资砂石资源有限公司(以下简称“湘资砂石”)无未结清和已结清的不良信贷信息记录,信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91430624MA4PHK311U),截至2022年5月27日,公司重要子公司湘阴振乡农村建设投资有限公司(以下简称“振乡公司”)无未结清和已结清的不良信贷信息记录,信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至2022年6月1日,联合资信未发现公司及湘资砂石、振乡公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司法定代表人由姜彬变更为钟红波;廖小虎因工作调动辞任公司董事长,县政府委派姜彬为公司董事长,任命钟红波为董事兼总经理。跟踪期内,公司主要管理制度未发生变化。

钟红波先生,1974年5月出生,中共党员,本科学历,曾任湘阴县长康财政所财务专员、湘

阴县静河财政所所长、湘阴县农业综合开发办副主任、湘阴县非税局局长;2021年12月至今,任公司董事、法定代表人兼总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,受砂石销售收入增长影响,公司收入规模有所增长,整体毛利率略有下降。

2021年,公司营业收入同比增长8.59%,主要系砂石销售收入增长所致。砂石销售业务收入同比增长16.71%,其在营业收入中的占比同比上升5.22个百分点;受结算项目量增长影响,公司基础设施建设收入同比增长19.50%;土地开发收入同比下降46.18%,主要系开发出让的土地指标减少所致。公司其他收入来自于芦苇经营收费权、药品销售、租金、水费、门票及其他,收入规模有限。

毛利率方面,2021年,公司综合毛利率同比下降4.54个百分点,主要系收入占比较高的砂石销售业务毛利率下降所致。2021年,砂石销售业务毛利率同比下降3.82个百分点,主要系公司实行大客户和战略合作客户优惠制度使得砂石销售价格同比下降所致;基础设施建设毛利率同比上升3.33个百分点;土地开发毛利率同比下降24.01个百分点,主要系出让地块拿地成本不同所致。

表3 2020-2021年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
砂石销售	20.05	69.73	24.22	23.40	74.93	20.40
基础设施建设	3.59	12.49	16.67	4.29	13.75	20.00
土地开发	3.40	11.82	37.47	1.83	5.87	13.46
土地出让	0.69	2.39	47.70	0.20	0.64	54.53
其他	1.03	3.57	33.03	1.50	4.81	41.57
合计	28.76	100.00	25.72	31.23	100.00	21.18

注:1.尾差系四舍五入所致;2.其他收入来自于芦苇经营收费权、药品销售、租金、水费、门票及其他

资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

跟踪期内,公司基础设施建设收入规模有

所增长,基础设施项目投入规模较大,后续收入确认和回款情况有待关注,拟建项目仍有一定资金压力。

公司根据县政府及有关部门的安排和指导投资建设区域内基础设施项目。根据项目完工情况，县政府委托湘阴县基建预决算评审服务中心对公司承担的基础设施项目进行决算审定，依据投资审定金额向公司支付工程造价成本，并按一定比例（白水江水域综合开发、东湖生态环境治理项目的收益比例均为工程造价成本的20%）向公司支付代建管理费；双方根据审定的工程造价成本和项目建设情况协商确定工程造价成本尾款拨付方案及代建管理费支付方案，并在5年内完成支付。

跟踪期，公司基础设施建设收入主要来自白水江水域综合开发项目和东湖生态环境治理项目，截至2021年底累计确认收入25.96亿元，累计回款25.36亿元。2021年，公司实现基础设施建设收入4.29亿元，毛利率为20%。

2021年底，公司主要基础设施建设项目计划总投资64.79亿元，除德鑫和龙景桃园两个保障房配套设施项目未完工外，其余项目均已完工，其中白水江水域综合开发项目、东湖生态环境治理项目和东湖生态新城地下综合管廊项目已投金额均超过计划总投资金额，主要系受疫情影响，人工成本及材料成本结算价格上浮所致。公司已完工基础设施建设项目投入规模较大，后续收入确认和回款情况有待关注。

表4 2021年底公司主要基础设施项目建设情况
(单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	已投资	已确认收入	已收到回款
白水江水域综合开发项目	34.19	37.20	15.98	15.38
东湖生态环境治理	15.38	16.62	9.98	9.98
德鑫保障性住房	0.44	0.31	--	--
龙景桃园保障性住房	0.47	0.24	--	--
东湖生态新城地下综合管廊	14.31	14.31	--	--
合计	64.79	68.68	25.96	25.36

注：东湖生态新城地下综合管廊项目未签订回购协议，2021年底完工转入“固定资产”；其余项目均签订回购协议，计入“存货”科目核算。

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2021年底，公司有两个自营拟建项目，分别为三汊河码头砂石集散中心建设项目和湘阴县湘江流域综合整治（湘阴

段），预计总投资合计6.10亿元，拟建项目未来仍有一定资金压力。

表5 2021年底公司基础设施拟建项目情况

(单位: 亿元)

项目名称	项目类型	计划总投资	项目周期
三汊河码头砂石集散中心建设项目	自营	0.72	1年
湘阴县湘江流域综合整治（湘阴段）	自营	5.38	2年
合计	--	6.10	--

资料来源：公司提供

(2) 土地开发业务

跟踪期内，公司土地开发业务收入及毛利率均大幅下降；公司尚有较大规模土地节余指标，但受区域土地市场需求影响较大。

公司土地开发业务主要由下属子公司振乡公司运营，其主要负责对湘阴县农村土地进行综合整理和开发。根据《湘阴县人民政府县长办公会议纪要》（第35次），县政府授权振乡公司作为业主单位，具体负责全县农村土地综合整治和农村“空心房”整治后宅基地综合利用的投资开发，同时振乡公司享有湘阴县范围内全部开发的耕地占补平衡和城乡建设用地增减挂钩节余指标出让人权利，拥有对全县耕地占补平衡和城乡建设用地增减挂钩节余指标的交易收益权。根据《湘阴县人民政府办公室关于印发<湘阴县农村土地综合整治与开发项目实施工作方案>的通知》（湘阴政办发〔2018〕44号）和《湘阴县土地综合整治节余指标交易管理办法（试行）》（湘阴政办发〔2018〕45号）等文件的要求，全县“空心房”整治后节余的土地指标和耕地占补平衡节余指标通过市场交易平台向有用地需求的单位有偿转让，节余指标的交易收益全额进入县财政局，由县财政局拨付给公司。公司根据县财政局出具的相关文件确认收入，并将项目建设支出的工程款等确认为成本。

2021年，公司土地开发业务实现收入同比下降46.18%，主要是因为受疫情影响，周边用地项目的建设进度减缓；受土地指标区位影响，毛利率同比下降24.01个百分点。2021年底，公司节余指标总计17895亩，已对外出售指标6472

亩。

(3) 砂石销售

跟踪期内，公司砂石开采量和销售量均同比增长，由于实行大客户和战略合作客户优惠制度，砂石销售单价同比下降，砂石业务毛利率有所下降。公司采砂权和采砂规划将于2022年10月到期，联合资信将持续关注其申请批复进展情况。

公司砂石开采及销售业务的经营主体为子公司湘资砂石。

根据湘阴县政府办公室出具的《关于河道砂石开采工作等有关问题的县长办公会议纪要》，湘阴县政府授权湘资砂石代表县政府负责全县砂石开采经营活动，并与湘资砂石签署了砂石开采委托合同，湘资砂石自行开采洞庭湖采区砂石并对外销售。同时，公司受湘阴县水务局委托负责湘江湘阴段河湖疏浚及开发利用工程，在河湖疏浚开发过程中产生的部分砂石，也由湘资砂石统一对外销售。

根据2019年3月和2019年5月公示的《湖南省湘资沅澧干流及洞庭湖河道采砂规划（2019—2022年）》和《湖南省水利厅关于下达2019年度省管河道采砂计划的通知》（湘水发〔2019〕8号），公司取得2019—2022年在新洲湖采区、斗米咀采区、湘资村采区和易婆塘采区共计4个省管采区的采砂权，采砂规划期4年，规划期内总可采挖量不超过8000万吨。

此外，根据《湖南省湘阴县鹤龙湖等6处内河（湖）采砂规划（2019—2022年）》的环评公示，湘阴县新增规划采区6个，分别为鹤龙湖、义合垵湾河、岭北垵夹河、南湖哑河、湘滨王家河和阳雀湖采区，公司取得相应的采砂权，采砂规划期4年，即2019—2022年。上述6个内河（湖）采区的砂石可采储量约为1.95亿吨，规划年度采砂总量控制在2000万吨，规划期控制总量8000万吨。

上述10个采区的采砂规划及公司的采砂权均将于2022年10月到期。公司目前正在申请4个省管采区的下一个采砂规划和采砂权，预计2022年9月得到批复，新的采砂规划周期为5

年，规划年度采砂总量控制在4000万吨，规划期控制总量20000万吨。6个内河（湖）采区管辖权在县政府，相应新的采砂规划将于省管采区规划批复后再做规划。联合资信将持续关注新的采砂规划和公司采砂权的批复进展情况。

2021年，公司砂石开采规模较上年增加27.41%，主要原因是当地采砂需求量较大，公司利用2019年未使用完的采砂指标增加市场供给。公司砂石开采成本主要为向民营采砂船支付的采砂费以及每年向政府支付的砂石资源费。2021年，公司砂石开采的单位成本较2020年变化不大。公司砂石销售以前主要采取批发销售的形式，2021年9月开始实行大客户和战略合作客户优惠制度，使得2021年砂石销售均价同比下降5.04%。公司与下游客户的结算主要采取预付款及现金支付的方式。2021年，公司砂石销售率为96.43%。

表6 公司砂石产销情况

（单位：万吨、元/吨、万元）

项目	2020年	2021年
砂石开采规模	2104.20	2681.00
砂石开采成本单价	72.21	72.03
其中：采砂船采砂费	15.01	13.73
砂石资源费	57.20	58.30
砂石销售量	2104.20	2585.38
销售均价	95.29	90.49
销售总额	200502.70	233962.34

注：公司开采规模包括河湖疏浚部分；2019年公司使用开采指标614.48万吨，2020-2021年砂石开采规模均超过2000万吨系使用了2019年剩余使用指标所致；尾差差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

公司销售的砂石约有70%最终运往湘江及长江沿岸城市，25%的砂石经株洲转销其周边城市，剩下5%左右的砂石满足湘阴县本地需求。湘阴县距离长沙市区约40公里，主要通过水路及陆路两种运输方式运送砂石，交通较为便利，运输成本控制方面较有优势。水运运输方式受河道水位高低影响较大，按照当地的气候条件，1月、2月、11月、12月通常为干旱期，水位下降，货船的运输量会下降甚至停运，增加运输成本，同时政府对湘江湘阴段水域有保护河床的要求。受上述因素影响，跟踪期内，公司共计

停采 3 个月。

(4) 其他业务

公司其他业务包括城市供水、门票业务、芦苇经营、房产租赁和药品销售等，整体收入规模较小。

公司城市供水业务经营主体为子公司湘阴县自来水有限责任公司（以下简称“湘阴自来水”），主要为县城城区及服务范围内的企业及居民提供生产、生活用水及供水管道铺设、维修，水表安装、维护等服务。公司供水业务为民生工程，持续亏损。2021 年 3 月，公司将湘阴自来水无偿划出，2021 年前三个月确认水费收入 0.07 亿元。

公司门票收入系湖南左公故里旅游投资发展有限公司经营收入，出售门票实际收取价款时确认收入。2021 年，公司实现门票收入 0.01 亿元。

依据《湘阴县人民政府关于划拨芦苇收费权的决定》（湘阴政发〔2009〕11 号），公司获得湘阴县北部湖洲面积为 15059.14 万平方米为期 50 年的芦苇收费权。承租人缴纳的该区域租金收入由湖州管理委员会代收后上缴湘阴县人民政府，并由湘阴县人民政府全额划拨给公司。近年来洞庭湖生态内环境整治，芦苇经营权暂不能产生收益。跟踪期内芦苇经营的 0.37 亿元收入系政府给予公司的补偿款。

租金收入系公司将其持有的酒店整体承包出租所获得的收入。2021 年，公司获得租金收入 0.14 亿元。2021 年 10 月，公司与湖南华天大酒店股份有限公司签约，合作运营湘阴宾馆²，湘阴宾馆由承包出租转为自营，故 2021 年开始实现酒店运营收入，但收入规模很小。

2021 年 1 月，公司无偿取得湘阴医药有限公司（以下简称“湘阴医药”），新增药品销售业务，销售区域覆盖县乡村三级。公司的药品销售模式分零售与批发两种，零售以店面销售为主，主要通过现金、银联卡、医保卡、微信、支付宝等方式进行款项结算；批发主要是销售人员分

区域面向有医师资格证、药品经营许可证的客户，按照《药品经营许可证》核准的经营范围进行销售。2021 年，公司药品销售业务收入为 0.34 亿元，规模较小，毛利率为 21.14%。

3. 未来发展

公司未来将继续推进市场化转型，由融资发展转为资源开发。

公司将积极把握改革转型契机，依托湘江、资江湘阴段黄金水道及南洞庭湖优质资源，充分发挥和利用市场手段融通资金、做实资产、盘活资源，延伸已有产业，优化业务布局，逐步由过去的融资发展型向资源开发型转变，由“平台化”向“市场化”转型，形成多个利润支撑点。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021 年，公司合并范围内减少 1 家子公司湘阴自来水；新增 1 家子公司湘阴医药；划出及新增子公司规模均较小，财务数据可比性较好。

截至 2021 年底，公司资产总额 206.10 亿元，所有者权益 93.30 亿元；2021 年，公司实现营业收入 31.23 亿元，利润总额 3.51 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成以存货、无形资产和固定资产为主，资产受限比例较高，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 11.97%，主要系货币资金和存货增加所致。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较 2020 年有所上升。

² 湘阴宾馆登记在湘阴宾馆有限责任公司名下。

表 7 2020 - 2021 年底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	122.61	66.61	147.58	71.61
货币资金	12.34	6.70	28.35	13.76
其他应收款	19.49	10.59	9.92	4.81
存货	88.74	48.21	107.25	52.04
非流动资产	61.46	33.39	58.52	28.39
固定资产	9.22	5.01	20.44	9.92
在建工程	17.55	9.53	5.14	2.49
无形资产	33.28	18.08	29.25	14.19
资产总额	184.07	100.00	206.10	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较2020年底增长20.37%，主要系货币资金、存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较2020年底增长129.87%，主要系振乡公司土地整理项目贷款专用资金的到账及保证金增加所致。货币资金中有17.70亿元受限资金，受限比例为62.43%，受限比例较大，主要构成为定期存款、项目贷款专用资金及保证金。

截至2021年底，公司其他应收款较2020年底下降49.09%，主要系政府及国有公司往来、非关联方往来减少所致。公司其他应收款构成仍以与政府及国有公司往来款为主，回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。截至2021年底，其他应收款共计提坏账准备0.47亿元，计提比例4.55%。从应收对象来看，公司其他应收款前5名的账面余额占总额的87.15%，集中度较高。

表 8 2021 年底公司其他应收款账面余额前五名情况

往来单位	余额 (亿元)	占比 (%)
湘阴县城北新区投资开发有限公司	5.31	51.12
湘阴县财政事务中心	1.37	13.17
湖南洋沙湖投资控股集团有限公司	1.10	10.58
湘阴县城市发展集团有限公司	1.02	9.81
湘阴县土地综合整治工作领导小组	0.26	2.47
合计	9.06	87.15

资料来源：公司审计报告

截至2021年底，公司存货较2020年底增长20.85%，主要系待开发土地及预缴的砂石开采资源费增加所致。存货主要由待开发土地、白水江水域综合开发项目、砂石开采资源费、东湖生态环境治理项目等构成。待开发土地账面价值63.98亿元，其中已办理土地证面积214.47万平方米，账面价值54.40亿元；未办理土地证面积47.48万平方米，账面价值9.59亿元。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较2020年底下降4.79%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2021年底，公司固定资产较2020年底增长121.53%，主要系在建工程转入14.42亿元所致。固定资产主要由房屋及建筑物构成。

截至2021年底，公司在建工程较2020年底下降70.72%，主要系东湖生态新城地下综合管廊项目年内已办理结算，转入固定资产14.31亿元。2021年底公司在建工程主要有码头集散中心、内河内湖清淤疏浚工程一期和二期、柳庄等。公司在建项目预计总投资20.91亿元，规模较大，2021年底在建工程账面价值5.14亿元，自建项目未来有一定投资压力。

截至2021年底，公司无形资产较2020年底下降12.11%，主要系公司当期处置了3.04亿元土地使用权所致。公司无形资产由内河内湖砂石资源资产开采经营权、土地使用权和芦苇经营权构成，期末账面价值分别为16.74亿元、11.40亿元和1.11亿元。

截至2021年底，公司受限资产52.75亿元，受限资产占总资产比重为25.61%，受限比例较高，受限资产明细情况见下表。

表9 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限金额(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	17.70	8.59	保证金、定期存单
固定资产	3.37	1.64	抵押
投资性房地产	0.40	0.19	抵押
存货	30.23	14.67	抵押
无形资产	1.05	0.51	抵押
合计	52.75	25.61	--

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模略有下降，整体结构变化不大，稳定性一般。公司有息债务规模大幅增加，债务负担加重，2022年集中兑付压力较大。

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益93.30亿元，规模较2020年底略有下降，所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占1.50%、75.23%和22.80%。

截至2021年底，公司实收资本较2020年底未发生变化；公司资本公积70.20亿元，较2020年底下降4.57%，主要系当期无偿划出湘阴自来水，减少资本公积3.23亿元；未分配利润21.28亿元，较2020年底增长14.88%，主要系利润留存。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债总额112.80亿元，较2020年底增长25.52%，主要系短期借款、应付票据和长期借款增加所致。其中，流动负债占46.55%，非流动负债占53.45%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司流动负债52.51亿元，较2020年底增长51.22%，主要系短期借款及应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2021年底，公司短期借款16.26亿元，较2020年底增长205.08%；应付票据19.09亿元，较2020年底增长112.11%，均为银

行承兑汇票，应付票据主要系由公司砂石开采业务支付劳务成本支出形成；其他应付款7.04亿元，较2020年底下降40.60%，主要系往来款及往来借款减少，构成主要是押金保证金和往来款；一年内到期的非流动负债4.74亿元，较2020年底增长63.61%，主要为一年内到期的应付债券。

截至2021年底，公司非流动负债60.29亿元，较2020年底增长9.34%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。2021年底，公司长期借款23.01亿元，较2020年底增长111.51%，主要是抵质押借款；应付债券37.28亿元，较2020年底下降15.63%，主要系当期有3.89亿元转入一年内到期应付债券科目所致。

表10 截至2022年4月底公司存续债券情况

债券简称	债券余额(亿元)	发行时间	期限
21 洞庭 01	10.00	2021-5-28	3 年
20 洞庭管廊 02/20 洞庭 02	8.50	2020-7-16	7 年
20 洞庭管廊 01/20 洞庭 01	4.00	2020-4-29	7 年
G20 洞庭 2	3.00	2020-1-15	(2+2+1) 年
G20 洞庭 1	12.00	2020-1-15	(3+2) 年
合计	37.50	--	--

资料来源：Wind

截至2021年底，公司全部债务较2020年底增长21.63%。债务结构方面，短期债务占39.94%，长期债务占60.06%，公司有息债务仍以长期债务为主。截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2020年底分别上升5.91个百分点、上升5.13个百分点和上升2.33个百分点，公司债务负担有所加重。

表11 公司债务情况(单位：亿元)

项目	2020年	2021年
短期债务	27.39	40.09
长期债务	55.14	60.29
全部债务	82.53	100.38
长期债务资本化比率(%)	36.92	39.25
全部债务资本化比率(%)	46.70	51.83
资产负债率(%)	48.82	54.73

注：2020年底其他应付款中有息部分已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司有息债务期限分布情况如表 12 所示，2022 年公司到期债务规模较大，面临较大集中兑付压力。

表 12 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 及以后	合计
偿还金额（亿元）	40.09	25.72	34.57	100.38
占比（%）	39.94	25.62	34.44	100.00

注：尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供，联合资信整理。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入、利润规模均保持稳定增长；财务费用增长较快，对利润侵蚀程度加重，公司利润对政府补助依赖程度较高。

2021 年，公司实现营业收入同比增长 8.59%，主要系砂石销售收入增加所致；营业成本同比增长 15.23%，增幅高于营业收入增幅；营业利润率同比下降 6.08 个百分点。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业收入（亿元）	28.76	31.23
其他收益（亿元）	1.53	4.56
利润总额（亿元）	3.05	3.51
营业利润率（%）	22.82	16.74
总资产收益率（%）	2.81	4.09
净资产收益率（%）	2.64	3.02

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年，公司费用总额为 8.00 亿元，同比增长 57.58%，主要系财务费用增加所致。2021 年，公司期间费用率为 25.61%，同比提高 7.96 个百分点，公司费用规模较大，对整体利润侵蚀较多。

2021 年，公司实现其他收益同比增长 198.83%，系公司获得的基础设施建设补助。2021 年，公司利润总额同比增长 14.88%，公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标来看，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别上升 1.28 个百分点、上升 0.38 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营现金流净流入规模扩大，对外投资规模收窄，外部净融资需求有所下降。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入规模同比增长 2.92%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 32.19 亿元，公司现金收入比为 103.09%，现金收入实现质量较好。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为公司往来款和政府补助；经营活动现金流出规模同比下降 4.98%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金。2021 年，公司经营活动现金净流量同比增长 71.60%。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	107.31	110.44
经营活动现金流出	96.23	91.44
经营活动净现金流	11.08	19.01
投资活动净现金流	-13.74	-4.03
筹资活动净现金流	4.96	-8.96
现金收入比（%）	112.07	103.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 8.57 亿元，同比增长 163.35%，主要系当期收回投资收到现金 7.02 亿元所致；投资活动现金流出 12.60 亿元，同比下降 25.83%，其中投资支付的现金 8.96 亿元，构成为对长沙银行股份有限公司的股权投资 1.96 亿元，购买广东南粤银行股份有限公司、华融湘江银行股份有限公司以及长沙银行股份有限公司理财产品合计 7.00 亿元。2021 年，公司投资活动现金净流出 4.03 亿元，流出规模同比大幅收窄。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 57.91 亿元，同比增长 27.37%，主要系当期银行借款增加所致；筹资活动现金流出 66.86 亿元，同比增长 65.06%，主要系当期偿还到期债务规模较大所致。2021 年，公司筹资活动现金流净额由正转负。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标一般；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2021年底，公司流动比率和速动比率较2020年底分别下降72.03个百分点、下降20.71个百分点。2021年底，公司经营现金流动负债比为36.20%，经营活动现金净流量对流动负债保障能力弱。同期，公司现金短期债务比为0.71倍，考虑受限的货币资金规模较大，公司实际短期偿债能力弱于指标值。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为10.75亿元，同比增长43.48%；公司全部债务/EBITDA为9.34倍，较2020年有所下降；EBITDA利息倍数为1.96倍，同比小幅上升。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	353.09	281.06
	速动比率（%）	97.52	76.82
	经营现金流动负债比（%）	31.90	36.20
	经营现金/短期债务（倍）	0.40	0.47
	现金短期债务比（倍）	0.45	0.71
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	7.49	10.75
	全部债务/EBITDA（倍）	11.01	9.34
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.19
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.96
	经营现金/利息支出（倍）	2.80	3.46

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年底，公司获得银行授信额度合计80.28亿元，尚未使用额度23.43亿元，公司间接融资渠道一般。

2021年底，公司对外担保余额17.86亿元，担保比例19.14%，担保对象以地方国有企事业单位为主，目前被担保单位经营情况良好。公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2022年5月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自母公司，母公司所有者权益稳定性较好，债务负担尚可，利润总额对

政府补贴依赖大，自身盈利能力较弱。

截至2021年底，母公司资产总额161.09亿元，较2020年底增长8.05%。其中，流动资产占比60.29%，非流动资产占比39.71%。从构成看，流动资产主要由存货和其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资、固定资产构成。截至2021年底，母公司货币资金为6.67亿元。

截至2021年底，母公司所有者权益为74.87亿元，较2020年底下降3.87%。其中，实收资本占1.87%、资本公积占90.42%、未分配利润占7.14%，所有者权益稳定性较好。

截至2021年底，母公司负债总额86.22亿元，较2020年底增长21.08%。其中，流动负债占比56.16%，非流动负债占比43.84%。从构成看，流动负债主要为其他应付款、一年内到期的非流动负债；非流动负债主要为应付债券。母公司2021年底资产负债率为53.52%，较2020年上升5.76个百分点。

2021年，母公司营业收入为4.86亿元，营业成本为3.53亿元，利润总额为0.17亿元。同期，母公司投资收益为-0.39亿元，其他收益为3.59亿元，全部为政府补贴收入，母公司自身盈利能力较弱。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为19.80亿元，投资活动现金流净额-3.25亿元，筹资活动现金流净额-13.51亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续获得政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。

2021年，湘阴县国有资产监督管理局无偿划入湖南湘云生物科技有限公司至公司，增加公司资本公积126.00万元；湘阴县国有资产服务中心无偿划入湘阴医药有限公司，增加公司资本公积517.87万元。同期，公司收到湘阴县财政局拨付的基础设施建设补助4.56亿元，计入“其他收益”。

十一、债券偿还能力分析

截至2021年底，公司存续的担保债券为“20洞庭管廊01/20洞庭01”和“20洞庭管廊02/20洞庭02”，余额合计12.50亿元。

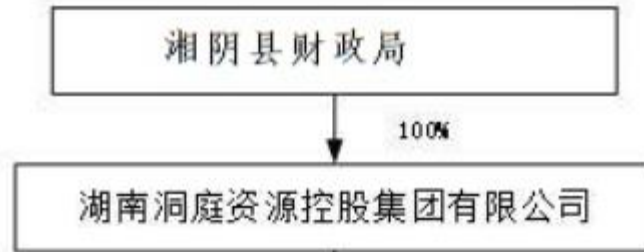
常德财鑫为“20洞庭管廊01/20洞庭01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2021年12月27日出具的《常德财鑫融资担保有限公司2021年主体长期信用评级报告》，常德财鑫主体长期信用等级为AA⁺，其担保能有效增强“20洞庭管廊01/20洞庭01”本息偿付的安全性。

兴农担保为“20洞庭管廊02/20洞庭02”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2021年10月14日出具的《重庆兴农融资担保集团有限公司2021年主体长期信用评级报告》，重兴农担保主体长期信用等级为AAA，其担保实力极强，能有效增强“20洞庭管廊02/20洞庭02”本息偿付的安全性。

十二、结论

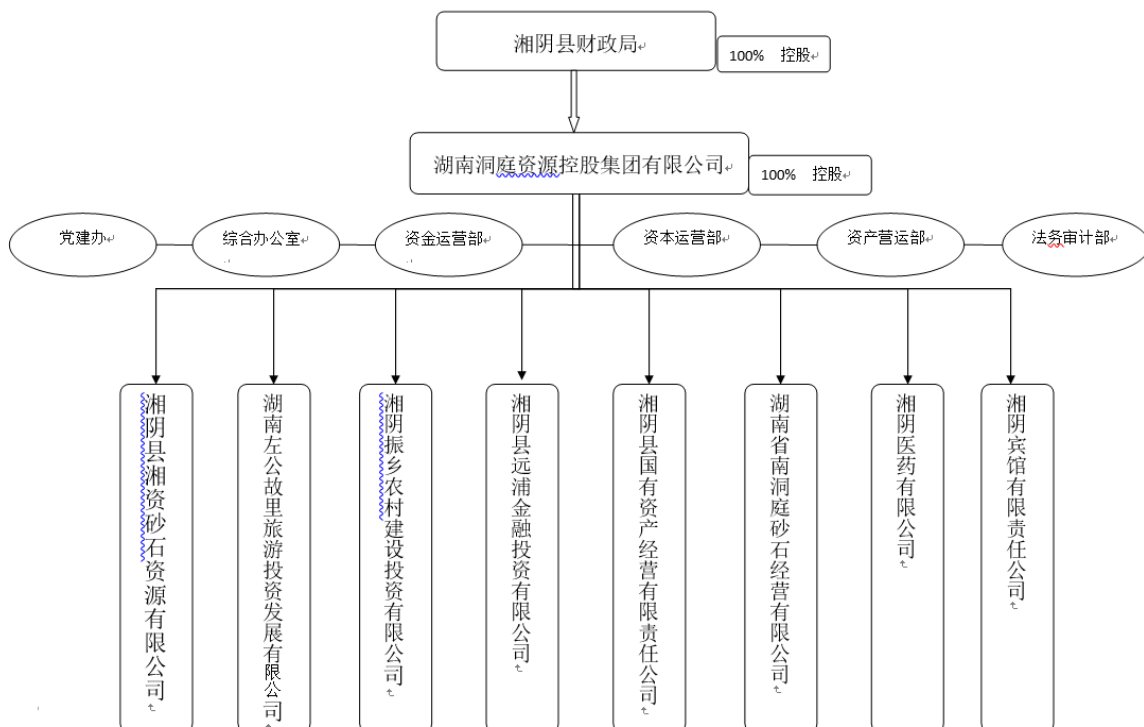
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“20洞庭管廊01/20洞庭01”的信用等级为AA⁺，“20洞庭管廊02/20洞庭02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	湘阴县湘资砂石资源有限公司	砂石销售	4000.00	100.00	0.00	设立
2	湘阴宾馆有限责任公司	酒店服务	164.00	100.00	0.00	划拨
3	湘阴县国有资产经营有限责任公司	国有资产经营	5000.00	100.00	0.00	划拨
4	湖南左公故里旅游投资发展有限公司	旅游资源开发	20000.00	100.00	0.00	划拨
5	湘阴县远浦金融投资有限公司	投资顾问机构	10000.00	100.00	0.00	设立
6	湘阴振乡农村建设投资有限公司	乡村开发经营	10000.00	100.00	0.00	设立
7	湖南省南洞庭砂石经营有限公司	建材批发	5000.00	100.00	0.00	设立
8	湘阴县滨湖砂石经营有限公司	建材批发	30000.00	0.00	100.00	设立
9	湖南湘阴畅游电子商务有限公司	互联网零售	5000.00	0.00	100.00	设立
10	湘阴医药有限公司	药品、医疗器械销售	12000.00	100.00	0.00	划拨
11	湘阴天康医药零售连锁有限公司	药品销售	500.00	0.00	100.00	划拨
12	湘阴药品经营有限公司	药品销售	25.00	0.00	100.00	划拨

资料来源：公司提供财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	5.19	12.34	28.36
资产总额 (亿元)	136.61	184.07	206.10
所有者权益 (亿元)	74.44	94.21	93.30
短期债务 (亿元)	31.61	27.39	40.09
长期债务 (亿元)	27.91	55.14	60.29
全部债务 (亿元)	59.52	82.53	100.38
营业收入 (亿元)	17.92	28.76	31.23
利润总额 (亿元)	2.56	3.05	3.51
EBITDA (亿元)	6.46	7.49	10.75
经营性净现金流 (亿元)	-10.76	11.08	19.01
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	4.61	8.77	15.64
存货周转次数 (次)	0.21	0.26	0.25
总资产周转次数 (次)	0.15	0.18	0.16
现金收入比 (%)	91.03	112.07	103.09
营业利润率 (%)	27.02	22.82	16.74
总资本收益率 (%)	3.72	2.81	4.09
净资产收益率 (%)	2.53	2.64	3.02
长期债务资本化比率 (%)	27.27	36.92	39.25
全部债务资本化比率 (%)	44.43	46.70	51.83
资产负债率 (%)	45.51	48.82	54.73
流动比率 (%)	307.13	353.09	281.06
速动比率 (%)	94.79	97.52	76.82
经营现金流动负债比 (%)	-31.41	31.90	36.20
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.45	0.71
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	1.90	1.96
全部债务/EBITDA (倍)	9.22	11.01	9.34

注：2019-2020 年底其他应付款中有息部分已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息部分已计入长期债务
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	1.06	3.63	6.67
资产总额 (亿元)	97.16	149.09	161.09
所有者权益 (亿元)	58.83	77.88	74.87
短期债务 (亿元)	17.48	25.24	5.34
长期债务 (亿元)	20.78	45.91	37.80
全部债务 (亿元)	38.26	71.15	43.14
营业收入 (亿元)	5.91	4.65	4.86
利润总额 (亿元)	0.05	0.14	0.17
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	5.42	-6.67	19.80
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.13	13.17	16.21
存货周转次数 (次)	0.09	0.05	0.05
总资产周转次数 (次)	0.06	0.04	0.03
现金收入比 (%)	140.02	118.93	87.67
营业利润率 (%)	13.71	26.88	26.68
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	0.13	0.13	0.23
长期债务资本化比率 (%)	26.10	37.08	33.55
全部债务资本化比率 (%)	39.41	47.74	36.56
资产负债率 (%)	39.44	47.76	53.52
流动比率 (%)	387.46	329.05	200.58
速动比率 (%)	46.42	36.68	36.31
经营现金流流动负债比 (%)	30.91	-26.36	40.89
现金短期债务比 (倍)	0.06	0.14	1.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：2019-2020 年底其他应付款中的有息部分已计入短期债务；“/”表示因未取数据，EBITDA 及相关指标无法计算
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持