

信用等级公告

联合〔2020〕466号

联合资信评估有限公司通过对湖南洞庭资源控股集团有限公司及其拟发行的2020年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南洞庭资源控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，2020年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月六日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

2020年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

评级结果：

公司主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AA+

本期债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：4.00 亿元，其中基础发行额为 2.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元

本期债券期限：7 年

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 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付

发行目的：用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目以及补充营运资金

评级时间：2020 年 3 月 6 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|---------------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 一般工商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 | aa ⁺ | 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 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 3 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 现金流 | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 2 |
| | | | 资产质量 | 3 |
| | | 资本结构 | | 2 |
| | | 偿债能力 | | 2 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 公司为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。 | | | | +1 |

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”或“洞庭资源”）的评级反映了洞庭资源在砂石开采专营权、资源储备、政府支持等方面具备的竞争优势。同时，联合资信也关注到，公司收入规模较小、资产周转效率偏低、环保政策趋严、砂石开采易受季节性因素影响、基础设施建设项目有一定融资需求且盈利情况依靠政府财力、其他应收款占用较多资金等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券本金的保障程度尚可，经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程度较弱，但分期偿付可有效缓解偿付压力。

本期债券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连带责任保证担保，常德财鑫担保能力很强，有助于提升本期债券本息偿付的安全性。

未来，公司有望利用在湘阴县内砂石开采的垄断地位，进一步扩大砂石开采业务规模，公司营业收入有望增长，但砂石开采行业易受季节气候因素及环保监察影响，公司砂石开采业务收入稳定性或受到一定影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力以及担保方担保能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

分析师：牛文婧 李晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

优势

1. 公司为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。
2. 2016年公司获得湘阴县砂石专营权，具有一定区域垄断优势。
3. 常德财鑫对本期债券的担保有助于提升其本息偿付的安全性。

关注

1. 公司砂石开采业务受季节性因素及环保监察政策影响较大。
2. 公司收入规模较小，其他应收款占用较多资金，资产周转效率偏低。
3. 公司基础设施建设项目未来有持续的资金投入需求，公司面临一定资本支出压力。

主要财务数据:

| 项 目 | 合并口径 | | |
|-----------------|--------|--------|--------|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 现金类资产 (亿元) | 2.17 | 1.21 | 5.56 |
| 资产总额 (亿元) | 95.12 | 90.99 | 107.11 |
| 所有者权益 (亿元) | 58.65 | 61.98 | 63.82 |
| 短期债务 (亿元) | 3.15 | 3.81 | 8.26 |
| 长期债务 (亿元) | 26.09 | 18.02 | 27.90 |
| 全部债务 (亿元) | 29.24 | 21.83 | 36.16 |
| 营业收入 (亿元) | 18.76 | 14.70 | 14.34 |
| 利润总额 (亿元) | 2.82 | 2.35 | 2.26 |
| EBITDA (亿元) | 5.72 | 4.41 | 4.81 |
| 经营性净现金流 (亿元) | 0.43 | 3.26 | 2.25 |
| 营业利润率 (%) | 27.39 | 22.07 | 28.07 |
| 净资产收益率 (%) | 3.45 | 2.91 | 2.44 |
| 资产负债率 (%) | 38.35 | 31.88 | 40.42 |
| 全部债务资本化比率 | 33.27 | 26.05 | 36.17 |
| 流动比率 (%) | 486.23 | 592.10 | 481.29 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 4.16 | 30.86 | 14.76 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.36 | 2.31 | 2.75 |
| 全部债务/EBITDA | 5.11 | 4.95 | 7.52 |

公司本部 (母公司)

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 (亿元) | 88.80 | 84.29 | 92.62 |
| 所有者权益 (亿元) | 51.12 | 51.62 | 51.68 |
| 全部债务 (亿元) | 26.79 | 21.08 | 31.97 |
| 营业收入 (亿元) | 5.73 | 5.90 | 5.13 |
| 利润总额 (亿元) | 0.48 | 0.65 | 0.08 |
| 资产负债率 (%) | 42.44 | 38.76 | 44.21 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 34.39 | 29.00 | 38.22 |
| 流动比率 (%) | 325.17 | 346.24 | 390.14 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 2.88 | 19.08 | 21.32 |

注: 公司提供了 2016—2018 年三年连审财务报告; 长期应付款中有息负债已计入长期债务; 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息

主体评级历史:

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------|------|---------|------|
| -- | -- | -- | -- | -- | -- |

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为湘阴县农业开发投资有限责任公司，系 2009 年 3 月经湘阴县人民政府《关于成立湘阴县农业开发投资有限责任公司的批复》（湘阴政函〔2009〕14 号）批准，由湘阴县人民政府出资设立，初始注册资本为 0.30 亿元。历经湘阴县人民政府多次以货币出资及土地使用权方式注资，截至 2011 年 5 月，公司注册资本增至 1.40 亿元。2012 年 1 月，经湘阴县人民政府批准，公司更名为“湖南洞庭资源开发有限公司”。2012 年 7 月，经湘阴县人民政府《关于同意变更湖南洞庭资源开发有限公司股东和住所的决定》（湘阴政发〔2012〕14 号）批准，公司股东变更为湘阴县国有资产监督管理局。2017 年 3 月，经湘阴县国有资产监督管理局批准，公司更为现名。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 1.40 亿元，湘阴县国有资产监督管理局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，辅以芦苇经营、酒店经营、城市供水及土地开发等。

截至 2018 年底，公司内设综合管理部、财务管理部、资本运营部、规划建设部、审计法务部和土地经营部六个部门，合并范围内包含 11 家子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 107.11 亿元，所有者权益 63.82 亿元（含少数股东权益 0.14 亿元）；2018 年公司实现营业总收入 14.34 亿元，利润总额 2.26 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；法定代表人：姜彬。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2020 年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）。本期债券计划发行规模为 4.00 亿元，其中基础发行额为 2.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元。本期债券弹性配售选择权强制触发倍数为 2 倍，当发行时间截止后，如达到强制触发倍数的，应按照当期计划发行规模 4.00 亿元全额进行配售。当发行时间截止后，如未达到强制触发倍数的，应按照如下规则进行配售：

（1）申购总量未达到基础发行额的，按照承销协议约定的包销或代销条款履行责任，按照基础发行额 2.00 亿元进行配售。

（2）申购总量已达到基础发行额，且未达到当期计划发行规模的，不得使用弹性配售选择权，应按照基础发行额 2.00 亿元进行配售。

（3）申购总量已达到当期计划发行规模，且未达到强制触发倍数的，公司可根据授权文件并与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照当期计划发行规模 4.00 亿元全额进行配售；如不启动弹性配售，应按照基础发行额 2.00 亿元进行配售。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，票面利率为 Shibor 基准利率加上基本利差，Shibor 基准利率为本期债券申购和配售办法说明公告日前五个工作日一年期上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。

本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

募集资金用途方面，如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为2.00亿元，其中1.44亿元用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目，0.56亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为4.00亿元，其中2.88亿元用于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目，1.12亿元用于补充营运资金。

本期债券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连带责任保证担保。

2. 募投项目概况

募投项目为湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目。建设内容主要包括管廊主体工程、消防系统、通风系统、电气系统、监控与报警系统、通信系统、排水系统、管廊支架及吊装设备、预埋套管及标志等附属设施；共涉及滨江路等9条道路，地下综合管廊总长度20.724km，其中支线管廊14.212km，干线管廊6.512km。其中：（1）支线综合管

廊6条，分布于滨江路（东湖南路-洋沙湖大道）、南泉路（东湖南路-洋沙湖大道）、福源路（文襄路-洞庭大道）、泽泉路（文襄路-洞庭大道）、文襄路（滨江路-长湘路）、兴湘路（洋沙湖大道-长湘路），长度14.212km，断面尺寸4.8×2.4m，单仓布置，容纳的管线有：给水、中水、污水、电力、通信5类。（2）干线综合管廊3条，分布于长湘路（文襄路-洞庭大道）、东湖南路（滨江路-洋沙湖大道）、洋沙湖大道（滨江路-东湖南路），长度6.512km，断面尺寸（4.8+2.7）×3m，设置2舱，容纳的管线有：给水、中水、污水、电力、通信、燃气6类。

项目总投资估算130095.97万元。根据《湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，项目建设工期24个月，起止时间为2019年1月—2021年1月。

募投项目符合国家产业政策导向，目前已获得项目选址、用地预审、环境影响报告等批复。

表1 募投项目批复情况

| 批准文件名称 | 批准文件文号 | 发文机关 | 发文日期 |
|---------------------------------|------------------|-------------|------------------|
| 湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目选址意见书 | 选字第 Z2017-6004 号 | 湘阴县城乡规划局 | 2017 年 8 月 18 日 |
| 关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设工程用地的回复 | 湘阴国土资函〔2017〕34 号 | 湘阴县国土资源局 | 2017 年 8 月 25 日 |
| 关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目环境影响报告表的批复 | 湘阴环评批〔2017〕57 号 | 湘阴县环境保护局 | 2017 年 9 月 6 日 |
| 固定资产投资节能登记表 | 湘阴发改能备〔2017〕68 号 | 湘阴县发展和改革委员会 | 2017 年 11 月 23 日 |
| 关于湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告的批复 | 湘阴发改〔2017〕152 号 | 湘阴县发展和改革委员会 | 2017 年 12 月 19 日 |

资料来源：公司提供

3. 募投项目现金流预测

本期债券的偿付资金来源为公司募投项目收入和日常经营所产生的现金流。

按照国务院办公厅《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》（国办发〔2015〕61号）、国家发展改革委、住房和城乡建设部《关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》（发改价格〔2015〕2754号）要求，

同时借鉴国内其他城市做法，入廊费收费标准以综合管廊直埋成本总价分13年等额支付，根据同类项目运营费用现状，并结合湘阴县实际情况，对进驻综合管廊的管线单位收取日常维护费。

根据具有甲级资质的北京市宾克工程咨询股份有限公司编制的《湘阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，湘

阴县东湖生态新城地下综合管廊建设项目计算期15年，第3~15年为项目运营期，该募投资项目收入主要来源于入廊费及管廊维护费。在项目计算期内预计总收入160008.81万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净

收益为150135.70万元；在本期债券存续期内预计总收入61541.85万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净收益为57744.50万元，为本期债券发行额度4.00亿元的1.44倍。募投资项目收入对本期债券的保障能力尚可。

表2 本期债券存续期内项目收益预测

| 序号 | 项目 | 债券存续期 | | | | | | | 合计 |
|-----|---------|-------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | | 第1年 | 第2年 | 第3年 | 第4年 | 第5年 | 第6年 | 第7年 | |
| 1 | 项目收入 | - | - | 12308.37 | 12308.37 | 12308.37 | 12308.37 | 12308.37 | 61541.85 |
| 1.1 | 入廊费 | - | - | 11379.82 | 11379.82 | 11379.82 | 11379.82 | 11379.82 | 56899.10 |
| 1.2 | 日常维护费 | - | - | 928.55 | 928.55 | 928.55 | 928.55 | 928.55 | 4642.75 |
| 2 | 运营成本 | - | - | 672.04 | 672.04 | 672.04 | 672.04 | 672.04 | 3360.20 |
| 2.1 | 工资及福利费用 | - | - | 146.25 | 146.25 | 146.25 | 146.25 | 146.25 | 731.25 |
| 2.2 | 修理检测费 | - | - | 107.23 | 107.23 | 107.23 | 107.23 | 107.23 | 536.15 |
| 2.3 | 电费 | - | - | 295.48 | 295.48 | 295.48 | 295.48 | 295.48 | 1477.4 |
| 2.4 | 管理及其他费用 | - | - | 123.08 | 123.08 | 123.08 | 123.08 | 123.08 | 123.08 |
| 3 | 税金及附加 | - | - | 87.43 | 87.43 | 87.43 | 87.43 | 87.43 | 437.15 |
| 4 | 净收益 | - | - | 11548.90 | 11548.90 | 11548.90 | 11548.90 | 11548.90 | 57744.50 |

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工

业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表3 2016—2019年上半年我国主要经济数据

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年上半年 |
|------------------|-------|-------|-------|----------|
| GDP(万亿元) | 74.0 | 82.1 | 90.0 | 45.1 |
| GDP增速(%) | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 6.3 |
| 规模以上工业增加值增速(%) | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 6.0 |
| 固定资产投资增速(%) | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.8 |
| 社会消费品零售总额增速(%) | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.4 |
| 出口增速(%) | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 6.1 |
| 进口增速(%) | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.4 |
| CPI增幅(%) | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.2 |
| PPI增幅(%) | -1.4 | 6.3 | 3.5 | 0.3 |
| 城镇登记失业率(%) | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.6 |
| 城镇居民人均可支配收入增速(%) | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的

重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强

后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升，房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业分析

1. 砂石开采行业

行业概况

砂石俗称建筑用骨料，在建材和交通业又称集料，是天然石在自然状态下，经水的作用力长时间反复冲撞、摩擦产生的，它主要用于工程基础设施建设、混凝土、砂浆和相应制品。砂石是建筑、填海造滩不可缺少的材料，属大宗建材贸易，是典型的资源产品。

从需求方面来看，2018年，在基建补短板、地方政府投资加速落地等因素推动下，我国砂石骨料总消费量超过200亿吨，是目前开采量

最大的矿产资源，年直接及间接产值过万亿元。从消费区域来看，经济发达或经济增速较快、人口众多的区域砂石骨料消费量较高，年消费量超过10亿吨的省份包括江苏、河南、山东、广东和四川等，泛长三角、长江中游集群、成渝集群、中原集群、珠三角、京津冀、关中集群七大板块集聚了我国砂石骨料市场消费量的六成以上。从砂石骨料的来源看，机制砂的消费量及逐年快速增长，机制砂占砂石骨料总消费量的比例快速提升，2018年砂石骨料总消费量中超过八成来自机制砂。我国人口基数大、经济体量大且增速仍较高，预计2020—2030年间我国砂石骨料年需求量将达到250亿吨的高位后平稳运行。

从供给方面看，由于2014年以来，各地政府对规模以下企业和涉及无证开采、乱采乱挖、盗采等加大了整顿力度，实施关、停、并、转、兼并重组等措施，砂石矿山数量逐年下降，砂石矿山平均规模不断上升。2018年全国在册砂石矿山数量为17244家，其中绝大部分生产规模是在百万吨级别以下，且少于30万吨规模的居多。随着相关政府部门对砂石规范生产整顿力度的加强，现有砂石生产点70%以上处在调整或整合状态，预计到2019年底砂石矿山数量将进一步下降。从砂石供给辐射面来看，主要以区域性短线供给为主，以跨区域长线输送为辅，这也是建设砂石最明显的特征之一，现行砂石场主要围绕省会城市、地级市、县城等经济聚集区100公里范围之内，另外沿江沿海骨料矿山资源丰富的地区也是砂石场集中分布的地带，这种现象决定于砂石先天性特征，因此未来在布局形式上不会发生太大的变动，而生产个体则会实现由小到大的根本性转换。从砂石产品供给来源来看，主要为机制砂石和天然砂石（海砂较少，且被限制使用），而国内机制砂石的市场份额占比将近70%，并且随着天然砂石日益枯竭，河道生态保护进一步加强等主客观限制性因素变化，预计这一比例还会继续上升。

近年来，在基础建设活动的拉动和政府对于砂石行业大力整顿规范下，造成了河砂供不应求的局面，因此砂石骨料价格总体呈上涨趋势。据统计，全国骨料平均离岸价格由 2016 年初的 26 元/吨升至 2018 年底的 65 元/吨，价格的累积涨幅为 150%。

综上所述，我国砂石行业结构不断调整，发展逐步精细，随着城市用地规模的扩大和基础设施建设的全面铺开，砂石销售行业具有较好的发展前景。

行业关注

砂石生产向机械化转型，产品质量要求逐步提升。

长期以来，中国基础建设所用砂石多来自江河湖泊和河道开采的天然资源，随着天然砂石资源的日益枯竭及政府对河床治理、环境保护的要求，机制砂石在行业市场的份额逐步提升，目前占比近 70%。机制砂石具有品质可控可调的优点，可以通过合理的生产工艺制造出满足不同档次需求的产品，由简单的、游离的、分散的人工或半机械化的开采方式，变为固定石矿开采和机械化、大规模的生产方式。

随着国家对建筑、道路、桥梁等基础设施的质量要求不断提高，工程建设需要更高质量的砂石骨料。住建部、工信部 2014 年 8 月份出台了《关于推广应用高性能混凝土若干指导意见》，推广应用高性能混凝土，砂石和水泥等产品结构也需要进一步优化。企业需要对石矿的开采技术、矿石加工技术和机械装备的核心技术进行研究，对砂石骨料的颗粒级配、颗粒形状、表面特征、针片状颗粒含量、石粉含量、空隙率、膨胀系数以及骨料-浆体界面等进行系统的深入细致的研究，不断提高砂石骨料产品的质量，满足高性能混凝土的需要。

环保督查趋严，非法采砂活动得到有效整治。

2015 年起，我国实行了新的《环境保护法》，完善了环境保护的管理制度，对生态保护和补偿、土壤保护、区域环境污染和生态破坏的防

治、联防联控等问题做出了规定，授予各级政府、环保部门新的监管权力。2016 年 10 月，交通运输部、水利部、环保部、公安部、住建部等部门和沿海省市制定方案，开展长江干线非法码头、非法采砂专项整治工作。2017 年《政府工作报告》中明确提出，加大生态环境保护治理力度，坚决打好蓝天保卫战，中央环保督查组在全国各省份开展环保督查工作，清理整顿了大量非法采石采砂厂商。

随着国家对环保要求的提高，环保督查力度的趋严，砂石开采企业生产将进一步规范化，非法开采的采砂船、采砂厂被整顿清理，部分省市出现了砂石供应短缺的情况，砂石价格也逐渐攀升。

2. 基础设施建设

行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融

风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提

供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

3. 区域经济情况

公司地处湘阴县，位于湖南省东北部，居湘资两水尾间、南洞庭湖滨。

根据《湘阴县2018年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年湘阴县完成公共财政预算收入15.75亿元，同比增长5%，税收收入11.31亿元，税收占财政收入的比重为72%，地方公共财政一般预算收入10.45亿元，增长6.5%。全县财政一般公共总支出41.17亿元，同比增长7.85%，其中一般公共服务支出3.83亿元，农林水事务支出8.29亿元，社会保障和就业支出8.08亿元，医疗与计划生育支出6.07亿元。2018年湘阴县完成地区生产

总值 331.83 亿元，同比增长 5.5%，其中第一产业增加值 49.28 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值 152.20 亿元，同比增长 1.8%；第三产业增加值 130.34 亿元，同比增长 11%。一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.33、0.86、3.77 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 5.94%、15.52%、68.38%，三次产业结构为 14.85：45.87：39.28，与上年比较，第一产业所占比重下降 0.80 个百分点，第二产业比重下降 14.05 个百分点，第三产业比重上升 7.85 个百分点。

社会固定资产投资方面，2018 年固定资产投资共 333 个项目，完成投资 123.47 亿元。其中 5000 万以上项目 71 个，完成投资 48.92 亿元，占全部投资比重 39.6%；工业投资 112 个，本年完成投资 45.2 亿元，占全部投资比重 36.6%，其中技改项目 61 个，完成投资 36.2 亿元，占全部投资 15.9%。

总体看，2018 年湘阴县经济保持平稳增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年底，公司注册资本为 1.40 亿元，湘阴县国有资产监督管理局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是由湘阴县国有资产监督管理局履行出资人职责的国有独资公司，主要职能是负责湘阴县内的水域资源综合开发运营，是湘阴县内重要的砂石销售、水利等基础设施建设主体。公司拥有湘阴县砂石专营权，根据湖南省水利厅的砂石开采管理规划，湘阴县拥有每年最大的河砂开采指标为 2500 万吨，占湖南省年度控采量的 18.17%，预计可开采年限超过 30 年。同时，凭借便捷的水路运输条件，公司砂石销售已形成较为完善的销售网络，公司可

将砂石销往湘江上下游城市及长江中下游的沿江城市，销售市场领域得以延展。

3. 人员素质

公司现有管理层均具备从事相关业务的工作经历，具有较为丰富的行业经验。截至目前，公司共有董事 7 人，监事 5 人，高级管理人员 5 人。

公司董事长廖小虎先生，1975 年 6 月出生，汉族，在职研究生。廖小虎先生历任湘阴县杨林寨团委书记、秘书、党委委员、副乡长、副书记、人大常委，湘阴县铁角嘴镇党委副书记、镇长，湘阴县岭北镇党委副书记兼躲风亭办事处总支书记、主任，湘滨镇党委副书记、镇长，湘滨镇党委书记，湘阴县金龙新区党组书记；现任公司董事长。

公司董事、总经理、法定代表人姜彬先生，1971 年 11 月出生，汉族，本科学历。姜彬先生历任湘阴县三塘镇三塘中学教师；湘阴县帮扶办副主任；湘阴县政府经研室主任；湘阴县政府两型办主任；现任公司董事、副总经理。

公司董事、副总经理吴常龙先生，1974 年 9 月出生，汉族，大专学历。吴常龙先生历任湘阴县政府长湘公路指挥部职员，湘阴县城市建设投资有限责任公司办公室主任，湘阴县城市建设投资有限责任公司党组成员、机关书记，湘阴县城市建设投资有限责任公司党组成员、纪检组长；现任公司董事、副总经理。

公司董事、副总经理陶建康先生，1968 年 8 月出生，汉族，本科学历。陶建康先生历任鄂劳 15 支队四中队干警，洞庭围镇副镇长，杨林寨乡副乡长，文星镇副镇长，静河乡人大主席，湘阴县城市建设投资有限责任公司工会主席；现任公司董事、副总经理，兼任湘阴县城北新区投资开发有限公司董事长、总经理、湘阴县神舟城区道路建设投资有限公司董事。

公司副总经理张治政先生，1978 年 9 月出生，汉族，在职研究生。张治政先生历任长仑地区水管会职员，湘阴县燎原水库职员；现任

公司副总经理。

公司财务总监廖金华先生，1960年9月出生，汉族，本科学历。历任民新乡政府秘书，杨林寨财政所所长，城南区财政办事处主任，湘阴县财政局办公室主任，湘阴县教育局纪委书记；现任公司财务总监，兼任县财政局纪检组长。

综合看，公司高级管理人员工作经验丰富，企业经营管理水平较高，能够满足公司业务运作的需要。

4. 政府支持

公司为湘阴县重要的国有资产、水域综合运营开发及公用事业等的运营主体，为提升公司资本实力，增强主营业务的可持续性，湘阴县人民政府及相关部门多次向公司划拨资产，包括砂石开采权、芦苇收费权、码头经营权、土地使用权等。同时，湘阴县人民政府授权公司承担了大量基础设施代建项目，从而确保公司储备的项目资源充足。

近年来，公司持续获得政府补助，2016—2018年，公司分别收到政府补助资金0.62亿元、1.37亿元和1.34亿元。

总体上看，公司作为湘阴县政府下属企业，能够获得当地政府资产划拨、业务经营和财政补贴等方面的有力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》及其他法律法规的规定，公司制定了《公司章程》，设立了董事会、监事会及经营管理层。

湘阴县国有资产监督管理局作为出资人履行对公司监督管理职责。

公司董事会为经营管理的最高决策机构。董事会由7名董事组成，设董事长一人。董事会成员由出资人委派或更换，董事会成员设有公司职工代表，由职工代表大会选举产生。董事会每届任期三年，任期届满，可连选连任。

董事会对出资人负责，董事会根据出资人的授权，可以决定公司重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券必须由出资人决定；其中，重要的国有独资公司合并、分立、解散、申请破产的，应由出资人审核后，报本级人民政府批准。

公司监事会由5名监事组成，设监事会主席一名。监事、监事会主席由出资人委派、指定或者更换。监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，由公司通过职工代表大会选举产生。监事任期每届为三年，监事任期届满，连选可以连任。公司董事、总经理、财务负责人不得兼任监事。监事不得兼任公司副总经理。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理、副总经理若干名，任期三年。总理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系和业务流程。

财务管理方面，为规范公司的财务会计行为，加强财务管理，确保资金安全及预防腐败，确保国有资产的保值增值，根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《会计电算化管理办法》《会计基础工作规范》《内部会计控制规范》等国家有关法律、法规及省市有关主管部门文件规定，结合实际情况，公司制订了《预算管理制度》《融资管理制度》《费用管理暂行办法》《差旅费管理暂行办法》等，在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理职责相互分离、相互制约。

审计管理方面，公司依照国家法律、法规，制定了《合同管理办法》《内部审计制度》《内部审计人员行为规范》，设立专门负责风险控制

制的部门，独立行使内部审计监督权，围绕公司经营管理工作中心，确定审计工作重点，编制审计计划。

关联交易管理方面，公司根据《公司章程》的有关规定对公司管理交易进行严格管理，公司各职能部门在总经理办公会的领导下按其职能分工，落实对关联交易的各项管理。

人力资源管理方面，公司按照国家相关法律、法规，维护劳动者的合法权益，制定《劳动合同管理暂行办法》《招聘管理暂行办法》《绩效管理暂行办法》《考勤及请休假管理办法》等制度。公司实行全员聘用劳动合同制，员工一律由公司按全员聘用合同制管理规定进行聘用，签订劳动合同。职工按照劳动合同规定，享受权利、承担义务。公司有权决定招聘和辞退经营管理人员和职工。公司按照国家法律、法规的规定，参加社会保险，为职工办理各项社会保险手续。

总体看，公司法人治理结构和内部控制制度基本健全，管理风险较低。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，辅以芦苇经营、酒店经营、城市供水及土地开发等。

从收入规模及构成来看，2016—2018年，公司主营业务收入有所下降，三年分别为18.63亿元、14.31亿元和14.06亿元，主要是砂石销售收入下降所致。分板块看，2016—

2018年，公司砂石销售板块分别实现收入12.42亿元、7.90亿元和6.29亿元，2017和2018年收入下降主要是受湖南特大暴雨及环保督查影响，砂石产量减少所致；近三年砂石销售收入占比分别为66.67%、55.20%和44.71%，呈下降趋势，但仍为公司最主要的收入来源。公司水域综合运营开发主要为砂石开采权拍卖收入，湘阴县人民政府将湘阴县砂石可采区的砂石开采权拍卖收入中县级留存部分的一定比例按年拨付给公司，2016年水域综合运营开发实现收入1.40亿元，之后砂石开采权拍卖收入划拨结束，公司不再有该项收入来源。2016—2018年，公司基础设施建设板块通过政府支付代建工程款及项目收益分别实现收入4.09亿元、5.62亿元和5.00亿元，收入占比分别为21.96%、39.30%和35.44%；2018年公司新增土地开发收入2.20亿元，主要系公司开始涉足土地一级开发业务并实现部分收入。公司其他业务收入规模较小。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率有所波动，三年分别为29.35%、23.38%和28.74%。其中，砂石销售业务毛利率逐年上升，三年分别为25.05%、27.44%和35.24%，2018年大幅增长主要系砂石销售价格上涨所致；公司基础设施建设业务的利润主要是政府按一定比例向公司支付的代建管理费，毛利率维持在16.67%；土地开发业务毛利率为44.84%；水域综合运营开发和芦苇经营均为政府划拨收入，无生产成本，所以毛利率为100.00%。

表4 2016—2018年公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018年 | | |
|----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 砂石销售 | 12.42 | 66.67 | 25.05 | 7.90 | 55.20 | 27.44 | 6.29 | 44.71 | 35.24 |
| 水域综合运营开发 | 1.40 | 7.52 | 100.00 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 基础设施建设 | 4.09 | 21.96 | 16.67 | 5.62 | 39.30 | 16.67 | 5.00 | 35.44 | 16.67 |
| 芦苇经营 | 0.24 | 1.29 | 100.00 | 0.26 | 1.82 | 100.00 | 0.13 | 0.92 | 100.00 |
| 酒店经营 | 0.24 | 1.27 | 30.28 | 0.26 | 1.79 | 33.14 | 0.16 | 1.14 | 34.63 |
| 城市供水 | 0.24 | 1.30 | -15.36 | 0.27 | 1.89 | -38.53 | 0.29 | 2.06 | -38.53 |

| | | | | | | | | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 土地开发收入 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 2.20 | 15.64 | 44.84 |
| 合计 | 18.63 | 100.00 | 29.35 | 14.31 | 100.00 | 23.38 | 14.06 | 100.00 | 28.74 |

资料来源：公司提供

总体来看，公司收入主要来自砂石销售和基础设施建设，近年来公司收入规模有所下降，综合毛利率呈现波动。

2. 砂石销售

公司为湘阴县政府指定的唯一砂石运营商，拥有湘阴县砂石专营权，负责采砂环境综合治理。

公司砂石开采及销售业务经营主体为子公司湘阴县湘资砂石资源有限公司（以下简称“湘资砂石”），主要产品为砂石（包含砂石、卵石及砾石），业务模式为公司首先接受客户订单，根据市场行情及客户需求初步确定采购量或开采量、砂石价格和运输方式，然后通过采购或安排采砂船开采砂石销售给客户，按照市场价格进行结算。

2016年初，在上级政府的批准下，根据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。2016年，湘阴县政府将洞庭湖湘阴县砂石可采区的开采权无偿划转给公司，按照湖南省水利厅的砂石开采管理规划，湘阴县拥有每年最大的河砂开采指标为2500万吨，预计可开采年数30年。

2016—2018年，公司自采砂石量分别为2234.15万吨、1218.32万吨和416.10万吨，2017年以来受特大暴雨及环保督查影响，公司自采砂石量有所下降。2016年公司外购砂石430.29万吨，外购均价为39.24元/吨，主要来自湖南驭龙实业开发有限公司的库存砂石；后

来由于公司获得了砂石开采经营权，自2017年起不再对外采购砂石。

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，近三年公司砂石自采成本分别为34.78元/吨、47.03元/吨和82.70元/吨，呈上升趋势，主要系砂石市场行情转暖，下游销售价格和用船成本增长所致。

表5 2016—2018年公司砂石产销情况

（单位：万吨、元/吨、万元）

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------|---------|---------|--------|
| 砂石外购规模 | 430.29 | -- | -- |
| 砂石外购均价 | 39.24 | -- | -- |
| 砂石自采规模 | 2234.15 | 1218.32 | 416.10 |
| 砂石开采成本单价 | 34.78 | 47.03 | 82.70 |
| 其中：采砂船采砂费 | 23.62 | 27.64 | 45.43 |
| 砂石资源费 | 11.10 | 19.13 | 37.27 |
| 砂石销售量 | 2664.44 | 1218.32 | 416.10 |
| 销售均价 | 46.61 | 66.68 | 155.65 |

注：2016年公司砂石自采规模中包含了因河道疏浚产生的砂石164.44万吨，成本单价为25.50元/吨。

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，公司在运输成本控制方面具有一定优势。公司砂石销售主要采取批发销售的形式，下游客户主要为拥有或租赁砂石运输船的个人和企业等中间商为主，仅少部分直接销售给临近区域内的建筑商等终端客户，公司与下游客户的结算主要采取现金支付的方式。

2016—2018年，受自采砂石量下降影响，公司砂石销量有所下降，三年分别为2664.44

万吨、1218.32 万吨和 416.10 万吨。价格方面，受下游需求增长以及供给减少影响，公司砂石销售均价逐年大幅增长，三年分别为 46.61 元/吨、66.68 元/吨和 155.65 元/吨。

公司砂石开采业务受季节性变化影响较大，每年 6 月至 7 月为防汛期，同时政府对湘江湘阴段水域有保护河床的要求，公司砂石开采每年有一定的季节性停工风险。

总体来看，公司砂石开采业务具有区域专营权，近年来砂石销售均价大幅增长，但开采规模受自然因素和环保督察影响较大。

3. 基础设施建设

表 6 截至 2018 年底公司基础设施建设主要项目的运营情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 | 已确认收入 | 已回款金额 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 白水江水域综合治理 | 34.19 | 30.59 | 9.27 | 6.20 |
| 东湖生态环境综合治理 | 8.40 | 7.60 | 2.90 | 2.90 |
| 中联安居小区建设项目 | 2.11 | 2.11 | 2.53 | 2.53 |
| 合计 | 44.70 | 40.30 | 14.70 | 11.63 |

资料来源：公司提供

4. 水域综合运营开发

受县政府委托，公司负责对湘阴县河道进行综合整治和砂石资源管理，在洞庭湖采区砂石开采权公开拍卖之前，县政府将全县河道砂石资源的管理经营权交由公司负责，鉴于砂石开采权已于 2013 年对外拍卖，根据《关于加强河道综合治理等有关问题的会议纪要》，县政府同意将砂石开采拍卖收入根据县级留存情况，按年拨付给公司，作为其河道综合整治和砂石资源管理的资金来源，计入水域综合运营开发业务收入。由于洞庭湖采区开采权拍卖期限于 2016 年到期，拍卖收入在当年拨付完毕，自 2017 年起公司将不会再有该业务收入。

5. 土地开发业务

公司土地开发业务主要由 2018 年新成立的下属子公司湘阴振乡农村建设投资有限公司运营，其主要负责对湘阴县农村土地进行综合

在基础设施建设方面，公司根据县政府及有关部门的安排和指导进行投资建设，根据项目完工情况，县政府委托湘阴县基建预决算评审办公室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，并按一定比例向公司支付代建管理费，以保障其合理的利润，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，在 5 年内完成支付。近年来，公司先后承建了白水江水域综合治理项目、东湖生态环境综合治理项目、中联安居小区建设项目。

整理和开发。2018 年度土地开发业务收入 2.20 亿元。

6. 其他业务

芦苇经营

根据《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州面积为 15059.14 万平方米，期限 50 年的芦苇收费权，负责对湖州芦苇地进行管理维护。该区域通过租赁给承租人种植芦苇获得收入，县政府根据收入情况按年拨付给公司，计入芦苇经营收入。2016—2018 年，公司芦苇经营业务分别实现收入 0.24 亿元、0.26 亿元和 0.13 亿元。

城市供水

公司城市供水业务经营主体为子公司湘阴县自来水公司，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。湘阴县供水价格由湘阴县人民政府实行定期监审，根据湘阴县物价局湘阴价函〔2014〕55号文件指导，居民生活用水价格为2.9元/吨，非居民生活用水为3.93元/吨，特种行业用水9.05元/吨。随着供水量的上升，公司城市供水业务收入逐年增长；但由于供水业务为民生工程，近年来毛利率持续为负。

酒店经营

公司下属湘阴县湘阴宾馆（以下简称“湘阴宾馆”）为公司酒店业务的经营主体，湘阴宾馆是湘阴县一家三星级综合性涉外宾馆，是县委、县政府唯一指定的政务接待宾馆。湘阴宾馆位于湘阴县文星镇新世纪大道县行政大楼西侧，于2003年8月7日开业，占地2万平方米，建筑面积1.6万平方米，拥有各类套房280套。公司酒店业务整体聘请湖南明珠伟业酒店管理咨询有限责任公司代为经营管理。2016—2018年，公司酒店经营收入分别为0.24亿元、0.26亿元和0.16亿元。

7. 经营效率

从经营效率来看，2016—2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，三年加权均值分别为8.59次、0.27次和0.16次，其中2018年分别为5.13次、0.26次和0.14次。总体看，公司存货和总资产的周转效率偏低。

8. 未来发展

公司作为湘阴县最重要水域资源的投资、开发和经营主体，按照湘阴县经济发展要求，其发展战略目标是成为区域性航运物流资源、水资源、砂石资源、造纸资源、水产养殖资源、土地资源、湿地资源和农产品资源的综合性开发运营商，将公司打造为环洞庭湖生态经济圈规模最大的综合性资源运营商。

公司将采取“水上（航运业）、水中（芦苇、养殖业）、水下（采砂、河道治理）”立

体发展战略，把各个资源点的优势发展成综合性的资源协同优势。五年内要完成荷叶湖综合开发治理项目、洋沙湖生态综合治理项目；进一步巩固砂石销售，增加砂石业务收益。积极发展旅游板块，开发包括青山岛、鹅形山、樟树港古镇和左宗棠故居等特色景点，建设特色小镇，开拓新的利润增长点。

总体来看，公司未来发展规划与目前主业关联性强，有助于进一步扩大公司的业务规模及发挥板块联动效应，提升综合竞争力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2016—2018年三年连审财务报告经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司合并报表子公司合计11家，其中2016年公司纳入合并报表的子公司合计7家，新增新增全资子公司湘阴县精准扶贫开发投资有限公司和划拨子公司湘阴县宗棠故里旅游发展公司；2017年公司新设3家全资子公司，分别为湘阴县净源城乡环境建设有限公司、湘阴县远浦金融投资有限公司和湘阴县左郭教育建设投资有限公司；2018年公司新设全资子公司湘阴振乡农村建设投资有限公司。上述合并范围变化对公司财务报表构成影响较小，公司财务可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额107.11亿元，所有者权益63.82亿元（含少数股东权益0.14亿元）；2018年公司实现营业总收入14.34亿元，利润总额2.26亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额波动增长，年均复合增长6.11%，截至2018年底，公司资产总额为107.11亿元，较上年底增长17.71%。从资产结构来看，公司流动资产占比为68.42%，非流动资产占比为31.58%，公司资产仍以流动

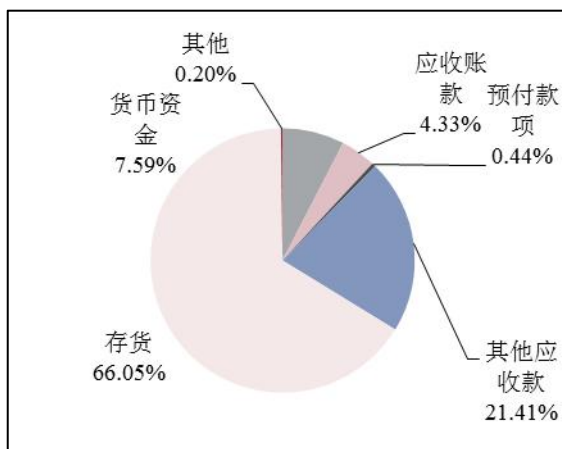
资产为主。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年复合增长20.74%，截至2018年底，公司流动资产合计73.28亿元，较上年底增长13.69%，增长主要来自于货币资金和其他应收款。

从流动资产构成看，截至2018年底，公司流动资产主要由其他应收款（占21.41%）和存货（占66.05%）构成。

图1 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长60.21%，截至2018年底，公司货币资金5.56亿元，较上年底增长4.35亿元，货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金2.70亿元，为定期存款。

2016—2018年，公司存货规模波动增长，年均复合增长19.74%，截至2018年底，公司存货合计48.40亿元，较上年底下降7.60%，主要系白水江水域综合开发成本减少所致。公司存货主要为白水江水域综合开发成本22.86亿元、待开发土地20.31亿元和东湖生态环境治理成本5.18亿元，其中4.57亿元土地使用权未办证，公司未对存货计提跌价准备。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长54.10%，截至2018年底，公司其他应收款净值合计15.69亿元，较上年底增长93.08%，主要为政府及国有公司往来款12.12亿元，往来单位包括湘阴县城市建设投资有限

责任公司、湘阴县财政局重点工程建设财务管理办公室、湘阴县城北新区投资开发有限公司及湘阴洋沙湖工业园区建设投资有限公司等；公司其他应收款全部按照账龄分析法计提坏账准备，计提坏账准备0.66亿元，计提比例为4.01%，其中1年以内的其他应收款占计提坏账前其他应收款总额的65.97%，1~2年的占17.23%，2~3年的占14.50%。公司其他应收款无单独计提坏账准备，均按照信用风险特征组合计提坏账准备，考虑到公司及主要关联方性质均为地方政府下辖企业，其他应收款回收风险较低。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降13.16%。截至2018年底，公司非流动资产33.83亿元，较上年底增长27.47%，主要源于其他非流动资产大幅增长。公司非流动资产主要由固定资产（占24.51%）、无形资产（占48.21%）和其他非流动资产（占22.71%）构成。

2016—2018年，公司固定资产波动增长，年均复合变动率为40.93%，主要系2017年自建项目完工结转所致。截至2018年底，公司固定资产账面原值为9.56亿元，其中主要为房屋及建筑物。截至2018年底，公司固定资产账面净值8.29亿元，累计折旧合计1.28亿元。公司固定资产中有0.36亿元未办妥产权证书

2016—2018年，公司无形资产快速下降，年均复合下降32.31%，主要系2017年公司战略调整后，将待开发土地调整至存货，土地使用权相应减少21.11亿元所致。截至2018年底，公司无形资产16.31亿元，较上年底下降3.09%，无形资产主要为土地使用权及芦苇经营权，无形资产累计摊销额为3.26亿元，公司未对无形资产计提减值准备。

2016—2018年，公司其他非流动资产分别为0.14亿元、0.10亿元和7.68亿元，其中2018年快速增长主要系增加预付土地款7.61亿元所致，其他非流动资产为未实现售后租回损益。

总体看，公司资产结构以流动资产为主，流动资产中存货、其他应收款占比大，对资金形成了占用；非流动资产主要为固定资产及无形资产，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为6.11%。截至2018年底，公司所有者权益合计63.82亿元，较上年底增长2.97%，增长主要来自未分配利润的增加；2017年公司资本公积较上年底增长3.35%，主要系2017年湘阴县人民政府划拨土地1.53亿元所致。归属母公司权益由股本（占2.20%）、资本公积（占74.44%）、盈余公积（占1.13%）和未分配利润（占22.23%）构成，公司所有者权益稳定性较强。

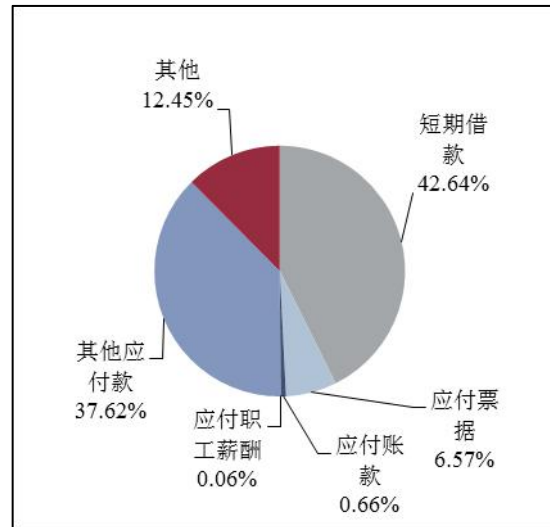
总体看，公司所有者权益中股本及资本公积占比高，少数股东权益规模不大，权益稳定性较强。

负债

2016—2018年，公司负债总额波动增长，年均复合增长43.29%，截至2018年底，公司负债总额43.29亿元，较上年底增长49.21%，其中流动负债占35.17%，非流动负债占64.83%。

2016—2018年，公司流动负债持续增长，年均复合增长21.35%，截至2018年底合计15.23亿元，较上年底增长39.87%，主要由短期借款（占42.64%）、应付票据（占6.57%）、其他应付款（占37.62%）及一年内到期的非流动负债（占5.04%）等构成。

图2 截至2018年底公司流动负债



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司短期借款持续增长，年均复合增长104.66%，截至2018年底，公司短期借款为6.49亿元，较上年底增长123.55%，包括抵押借款2.43亿元、质押借款2.66亿元和保证借款1.40亿元，抵押资产主要为土地和房产，质押资产主要为存单。

2016—2018年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降0.68%，截至2018年底，公司其他应付款为5.73亿元，较上年底下降11.72%，其中应付利息0.19亿元，其余5.54亿元其他应付款主要为单位往来借款，主要系与湘阴县城市建设投资有限责任公司等单位之间的往来构成。

2016—2018年，公司非流动负债波动幅度较大，年均复合增长3.62%，截至2018年底，公司非流动负债合计28.06亿元，较上年底增长54.83%，主要系应付债券增长所致，非流动负债主要由长期借款（占6.69%）、长期应付款（占4.94%）和应付债券（占88.37%）构成。

2016—2018年，公司长期借款快速下降，年均复合下降36.60%，截至2018年底，公司长期借款1.88亿元，较上年底下降21.47%，主要为抵押借款及政策借款。

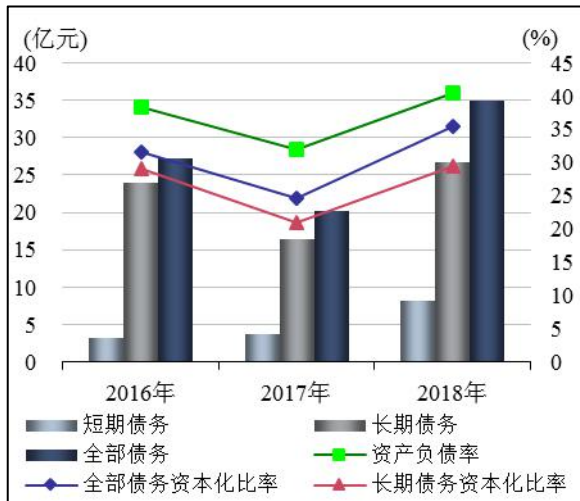
截至2018年底，公司长期应付款合计1.39亿元，其中1.23亿元为对中国康富国际租赁有

限公司、洛银金融租赁股份有限公司的应付融资租赁款及政策借款，已调整至长期债务核算。

截至 2018 年底，公司应付债券 24.80 亿元，为湖南洞庭资源控股集团有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称“18 洞庭”）6.96 亿元、湖南洞庭资源控股集团有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第二期）（债券简称“18 洞庭债”）7.92 亿元和湖南洞庭资源控股集团有限公司非公开发行 2016 年公司债券（债券简称“16 洞庭 01”）9.91 亿元。

有息债务方面，将长期应付款中付息债务计入公司长期债务后，2016—2018 年，公司全部债务波动中有所增长，年均复合变化率为 11.19%。截至 2018 年底，公司全部债务合计 36.16 亿元，其中短期债务占 22.84%，长期债务占 77.16%，债务结构适宜。债务指标方面，2016—2018 年，随着公司债务规模波动，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均呈波动增长趋势，近三年平均值分别为 37.44%、32.55%和 28.13%，截至 2018 年底分别为 40.42%、36.17%和 30.42%。

图 3 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

总体看，近年来公司负债总额和全部债务规模波动增长，债务结构以长期债务为主，债务结构适宜，债务负担一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入规模持续下降，年均复合下降 12.55%，2018 年公司实现营业收入 14.34 亿元，同比下降 2.40%，主要系砂石销售和基础设施建设收入下降所致。2016—2018 年，公司营业利润率分别为 27.39%、22.07%和 28.07%，2018 年营业利润率增长系砂石销售业务毛利率大幅增长所致。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用有所波动，年均复合增长率为 0.39%，2018 年，公司期间费用合计 2.92 亿元，其中主要为管理费用及财务费用。2016—2018 年，公司期间费用率分别为 15.46%、14.18%和 20.37%，处于较高水平，期间费用控制能力有待提升。

营业外收支方面，2016—2018 年，公司营业外收入分别为 6186.58 万元、439.15 万元和 106.37 万元，其中 2016 年公司营业外收入以政府补助为主；同期公司营业外支出规模较小。2017 年以来公司营业外收支对利润影响不大。

2016—2018 年，公司利润总额不断下降，年均复合下降 10.51%。截至 2017 年，公司利润总额为 2.26 亿元，同比下降 3.97%。

盈利能力指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，近三年平均值分别为 3.62%和 2.78%，2018 年分别为 3.24%和 2.44%。

总体看，近年来公司收入和利润规模持续减小，盈利能力有所下降；期间费用率处于较高水平，期间费用控制能力有待提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2016—2018 年公司经营活动现金流入量有所波动，年均复合增长 0.96%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2018 年公司经营活动现金流入量为 21.19 亿元，同比增长 22.01%，其中收到其他与经营活动有关的现金 5.84 亿元，主要为收到的往来款及其他现金；同期，公司经营活动现金流出量波动下降，年均复合变动率为-3.54%，2018 年公司

经营活动现金流出量 18.94 亿元，同比增长 35.22%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 8.33 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 9.72 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.43 亿元、3.36 亿元和 2.25 亿元。收现质量方面，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 80.11%、97.82%和 106.99%，公司收入实现质量持续好转。

投资活动现金流方面，2016 年公司未产生投资活动现金流入，2017 年投资活动流入量为 5.07 亿元，主要为收回投资收到的现金 5.00 亿元，2018 年投资活动现金流入量为 160.00 万元，全部为投资收益；2016—2018 年，投资活动现金流出量波动较大，分别为 6.26 亿元、0.55 亿元和 7.56 亿元，其中 2016 年投资活动现金流出量大，主要系投资支付现金 5.00 亿元用于购买理财产品所致；2018 年投资活动现金流出量大主要系公司在建项目的投入、购置土地、购买保本理财产品等支付的现金增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -6.26 亿元、4.52 亿元和 7.54 亿元。公司投资活动现金收支波动较大，造成公司筹资活动前现金流量大幅波动，2016—2018 年分别为 -5.83 亿元、7.88 亿元和 -5.29 亿元，仍存在较大的筹资需求。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 39.49%，2018 年为 27.49 亿元，主要为当年取得的短期借款和发行债券所获得的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长率为 38.55%，2018 年为 20.43 亿元，主要为偿还债务支付的现金 12.12 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 6.94 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金以往

来款和贷款保证金为主。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 3.48 亿元、-8.95 亿元和 7.06 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流存在波动，收入实现质量有所提升；投资活动产生的现金流收支波动较大，造成公司筹资活动前现金流量大幅波动，公司仍存在较大的筹资需求；筹资活动现金流量净额波动较大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，受公司资产结构特点和债务期限结构较短因素影响，2016—2018 年，公司流动比率处于较高水平，三年分别为 486.23%、592.10%和 481.29%；同期，公司速动比率整体呈波动增长趋势，三年分别为 159.74%、110.92%和 163.40%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比率分别为 4.16%、30.86%和 14.76%。2016—2018 年，公司现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 0.69 倍、0.32 倍和 0.67 倍。公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.72 亿元、4.41 亿元和 4.81 亿元。受近年来资本化利息规模减少影响，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，分别为 2.36 倍、2.31 倍和 2.75 倍。2016—2018 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.11 倍、4.95 倍和 7.52 倍，公司长期偿债能力一般。整体看，公司偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额 7.03 亿元，全部已使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保（包含融资租赁及贷款担保）合计 12.86 亿元，担保对象以地方国有企事业单位为主，担保明细如下：

表 7 截至 2018 年底公司对外担保明细（单位：万元）

| 序号 | 被担保方 | 担保金额 | 担保方式 | 担保期限 | 担保标的 |
|----|---------------------|----------|------|-----------------|------|
| 1 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 20000.00 | 保证担保 | 2016.01-2021.01 | 贷款 |
| 2 | 湘阴县金龙新区开发建设投资有限责任公司 | 14700.00 | 抵押担保 | 2015.12-2027.12 | 贷款 |
| 3 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 4923.57 | 保证担保 | 2016.06-2021.07 | 贷款 |

| | | | | | |
|-----------|---------------------|------------------|------|-----------------|----|
| 4 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 4000.00 | 保证担保 | 2016.06-2021.06 | 贷款 |
| 5 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 13300.00 | 保证担保 | 2016.07-2021.07 | 贷款 |
| 6 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 10000.00 | 保证担保 | 2016.07-2021.07 | 贷款 |
| 7 | 湘阴县洋沙湖工业园区建设投资有限公司 | 6600.00 | 保证担保 | 2016.09-2021.09 | 贷款 |
| 8 | 湘阴县中医院 | 3974.92 | 保证担保 | 2017.12-2021.01 | 贷款 |
| 9 | 湘阴县城市建设投资有限责任公司 | 49000.00 | 保证担保 | 2017.03-2020.03 | 贷款 |
| 10 | 湖南大科激光有限公司 | 500.00 | 保证担保 | 2018.08-2023.08 | 贷款 |
| 11 | 湘阴县金龙新区开发建设投资有限责任公司 | 1600.00 | 保证担保 | 2018.02-2019.02 | 贷款 |
| 合计 | | 128598.49 | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保规模较大，被担保方较集中，公司具有一定的或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1043062400012500X），截至2020年1月2日，公司无未结清及已结清的关注类及不良/违约类贷款，公司过往履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、母公司口径财务分析

截至2018年底，公司母公司口径资产合计92.62亿元，所有者权益合计51.68亿元；2018年，母公司实现营业收入5.13亿元，利润总额0.08亿元。

资产质量

2016—2018年，公司母公司口径资产规模波动增长，年均复合增长率为2.13%，截至2018年底为92.62亿元，较上年底增长9.89%。从资产结构来看，母公司流动资产占比较高，为64.04%。截至2018年底，公司母公司流动资产以货币资金（占6.12%）、应收账款（占5.18%）、其他应收款（占9.68%）和存货（占78.94%）为主，其中母公司应收账款均为湘阴县财政局欠款，账龄为1年以内，未计提坏账准备；其

他应收款合计5.87亿元，以购地保证金1.95亿元和往来款3.92亿元为主，往来款对象包括岳阳市公共资源交易中心、湘阴县G240项目建设指挥部、湖南省特购工程有限责任公司、湘阴县金龙新区管理委员会等，占款对象以地方政府下属主体为主，子公司占款较少。同期，公司母公司非流动资产合计33.31亿元，以长期股权投资（占55.21%）、无形资产（占17.56%）和其他非流动资产（占22.58%）为主。

所有者权益

2016—2018年，公司母公司口径所有者权益变动不大，年均复合变动率为0.56%，实收资本与资本公积保持稳定，截至2018年底分别为1.40亿元和44.49亿元；2016—2018年，公司未分配利润分别为4.56亿元、5.01亿元和5.06亿元。公司母公司所有者权益中未分配利润变动较小，结构以资本公积和实收资本为主，稳定性较强。

负债

2016—2018年，公司母公司口径负债变动增长，年均复合增长4.24%。截至2018年底为40.95亿元，较上年底增长25.33%，其中流动负债15.20亿元，以短期借款4.40亿元和其他应付款10.09亿元为主；非流动负债25.74亿元，含长期借款0.94亿元和应付债券24.80亿元。

2016—2018年，公司母公司口径全部债务规模波动增长，年均复合增长11.58%，截至2018年底为30.74亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为16.27%和83.73%。债务指标方面，2016—2018年，母公司长期债务资本化比

率、全部债务资本化比率和资产负债率均波动增长，近三年平均值分别为 29.93%、33.37%和 42.22%，截至 2018 年底上述指标分别为 33.25%、37.30%和 44.21%。公司母公司整体债务负担一般。

盈利能力

公司母公司营业收入主要来自于代建和芦苇经营权收入，2016—2018 年，母公司营业收入波动减少，年均复合减少 5.43%，2018 年实现营业收入 5.13 亿元；同期，公司营业成本年均复合增长 10.51%，2018 年营业成本为 4.16 亿元；2016—2018 年，营业利润率快速下降，三年分别为 38.77%、20.55%和 18.78%。公司母公司财务费用规模较大，期间费用率分别达到 39.03%、25.83%和 42.86%，对公司母公司利润造成严重侵蚀。2016—2018 年公司母公司利润总额波动下降，三年分别为 0.48 亿元、0.65 亿元和 0.08 亿元。公司母公司盈利主要依赖政府代建和芦苇经营产业，收入水平较低，同时承担了较重的财务费用支出，盈利能力较弱。

现金流

公司母公司口径现金流方面，2016—2018 年，母公司经营活动现金流入量和流出量同步波动增长，经营活动现金流入量分别为 5.96 亿元、5.56 亿元和 10.51 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 0.41 亿元、3.24 亿元和 3.24 亿元。同期，母公司投资活动现金流量净额波动较大，分别为-6.73 亿元、3.64 亿元和-8.06 亿元。母公司筹资活动现金流量净额分别为 2.70 亿元、-7.13 亿元和 5.54 亿元。

整体看，公司母公司资产规模波动增长，存货、其他应收款和长期股权投资占比高；母公司经营内容主要为代建和芦苇经营权，收入规模较小，受财务费用负担较重影响，盈利能力较弱。

十、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券拟发行额度 4.00 亿元，其中基础

发行额为 2.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元。按最大发行额度 4.00 亿元计算，占 2018 年底公司全部债务和长期债务的比重分别为 11.06%和 14.34%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至 2018 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 40.42%、30.42%和 36.17%，以公司 2018 年底报表财务数据为基础，同时考虑公司于 2019 年以来发行的 2 亿元“19 洞庭资源 PPN001”、12 亿元“G20 洞庭 1”和 3 亿元的“G20 洞庭 2”，预计本期债券发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至 50.18%、43.38%和 47.25%，公司债务负担将有所加重，但整体债务指标仍处于适宜水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 20.79 亿元、17.37 亿元和 21.19 亿元，为本期债券拟发行额度的 5.20 倍、4.34 倍和 5.30 倍；2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.43 亿元、3.36 亿元和 2.25 亿元，为本期债券拟发行额度的 0.11 倍、0.84 倍和 0.56 倍；公司 EBITDA 分别为 5.72 亿元、4.41 亿元和 4.81 亿元，为本期债券拟发行额度的 1.43 倍、1.10 倍和 1.20 倍。

考虑到本期债券可分期偿付，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，公司将每期偿付 0.80 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券每期偿付额的 25.99 倍、21.71 倍和 26.49 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券每期偿付额的 0.54 倍、4.20 倍和 2.81 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券每期偿付额的 7.15 倍、5.51 倍和 6.01 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券本金的保障程度尚可，经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程

度较弱，但分期偿付可有效缓解偿付压力。

十一、担保方

本期债券由常德财鑫提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

常德财鑫成立于2008年4月，初始注册资本2.10亿元，前身为常德财鑫投融资担保集团有限公司，由常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）出资设立的常德财鑫投资担保有限公司重组而成。2016年，常德财鑫将自身持有5家子公司股权转让给常德财鑫金融控股集团有限责任公司（以下简称“财鑫金控”），同时常德市国资委将其持有常德财鑫的股权转让给财鑫金控，常德财鑫成为财鑫金控全资控股子公司。2017年财鑫金控向常德财鑫注资35亿元，截至2019年9月底，常德财鑫注册资本45亿元，实际控制人为常德市财政局。

截至2018年底，常德财鑫合并口径资产总额58.02亿元，其中货币资金16.84亿元；负债总额9.73亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计1.29亿元；所有者权益48.29亿元；担保责任余额67.66亿元。2018年，常德财鑫实现营业总收入1.89亿元，净利润0.25亿元。

常德财鑫业务风险管理政策和机制主要根据母公司整体风险管理体系制定，常德财鑫董事会是最高风险管理决策机构，决定常德财鑫整体风险管理政策；经营管理层组织日常风险管理工作；风险管理部具体负责各项风险管理政策的实施。常德财鑫以当地政府为依托，一方面重点发展政府融资平台公司担保项目，为市级政府性债务提供市场化融资担保服务，另一方面大力助推中小微企业转型升级，缓解常德当地中小企业融资压力，担保业务整体承保规模呈上升趋势。

从担保行业分布来看，常德财鑫担保业务主要集中在建筑业、制造业、金融业、卫生和社会工作等行业。

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。常德财鑫的担保能力很强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

十二、结论

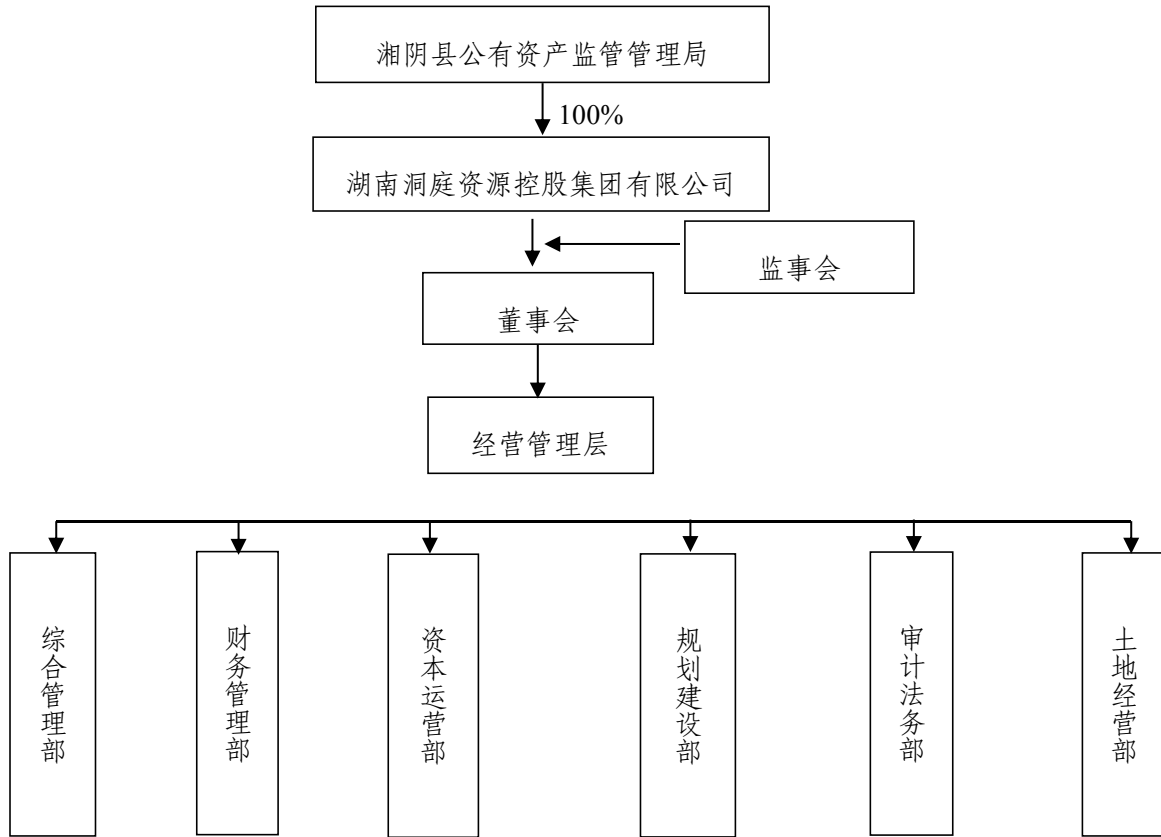
公司作为湘阴县国有资产监督管理局直属企业，在资产划拨、业务经营和财政补贴等方面获得了湘阴县政府的有力支持。公司拥有湘阴县政府无偿划转的砂石开采专营权，砂石开采业务具有区域垄断优势；公司负责湘阴县部分水域综合开发和基础建设项目的运营，政府项目代建收入为公司另一主要收入来源。目前，公司收入规模较小，其他应收款占用较多资金，资产周转效率偏低。

未来，公司有望利用在湘阴县内砂石开采的垄断地位，进一步扩大砂石开采业务规模，公司营业收入有望增长，但砂石开采行业易受季节气候因素及环保监察影响，公司砂石开采业务收入稳定性或受到一定影响。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券本金的保障程度尚可，经营活动现金流量净额对本期债券本金的保障程度较弱，但分期偿付可有效缓解偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力以及担保方担保能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构及组织架构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司二级子公司情况

| 公司名称 | 主要经营地 | 业务性质 | 持股比例(%) |
|--------------------|--------------------------------|--|---------|
| 湘阴县湘资砂石资源有限公司 | 湘阴县文星镇新世纪大道 | 砂石销售、砂石综合利用服务 | 100.00 |
| 湘阴县精准扶贫开投资有限公司 | 湘阴县文星镇新世纪大道 | - | 100.00 |
| 湘阴县漕溪港深水码头建设开发有限公司 | 湘阴县文星镇漕溪港 | 集装箱集散、砂石销售、其它物资装卸、储存 | 53.33 |
| 湘阴县自来水公司 | 湘阴县文星镇先锋路 | 自来水供应维修、安装 | 100.00 |
| 湘阴县湘阴宾馆 | 湘阴县文星镇新世纪大道北侧 | 住宿、餐饮、茶艺、足浴、KTV 服务 | 100.00 |
| 湘阴县国有资产经营有限责任公司 | 湘阴县文星镇江东路县财政局院内 | 国有资产收购、县属国有资产进行产权、股权经营和管理、土地储备与经营开发 | 100.00 |
| 湖南左公故里旅游投资发展有限公司 | 湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧水务局十楼 | 旅游资源开发，旅游景区规划设计、开发、管理，文化旅游产业投资与管理，文化活动的组织与策划，城乡基础设施建设，项目投资 | 100.00 |
| 湘阴县净源城乡环境建设有限公司 | 湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧水务局十楼 | 水污染治理，城乡基础设施建设，环境污染治理项目投资 | 100.00 |
| 湘阴县远浦金融投资有限公司 | 湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧水务局十楼 | 参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构，代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务，股权投资管理 | 100.00 |
| 湘阴县左郭教育建设投资有限公司 | 湖南省岳阳市湘阴县文星镇江东路 159 号教育局 510 室 | 教育咨询服务，教育投资管理，教育投资 | 100.00 |
| 湘阴振兴乡村建设投资有限公司 | 湖南省岳阳市湘阴县文星镇新世纪大道北侧水务局十楼 | 高标准农田开发，土地开垦开发，农村土地三权分置经营，农村物流，乡村环境治理，水利建设与开发，农村基础设施及农村配套设施项目，乡村旅游开发美丽乡村建设，健康养老服务。 | 100.00 |

附件 2 主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 2.17 | 1.21 | 5.56 |
| 资产总额(亿元) | 95.12 | 90.99 | 107.11 |
| 所有者权益(亿元) | 58.65 | 61.98 | 63.82 |
| 短期债务(亿元) | 3.15 | 3.81 | 8.26 |
| 长期债务(亿元) | 26.09 | 18.02 | 27.90 |
| 全部债务(亿元) | 29.24 | 21.83 | 36.16 |
| 营业收入(亿元) | 18.76 | 14.70 | 14.34 |
| 利润总额(亿元) | 2.82 | 2.35 | 2.26 |
| EBITDA(亿元) | 5.72 | 4.41 | 4.81 |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.43 | 3.26 | 2.25 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 19.77 | 6.91 | 5.13 |
| 存货周转次数(次) | 0.43 | 0.26 | 0.20 |
| 总资产周转次数(次) | 0.20 | 0.16 | 0.14 |
| 现金收入比(%) | 80.11 | 97.82 | 106.99 |
| 营业利润率(%) | 27.39 | 22.07 | 28.07 |
| 总资本收益率(%) | 4.27 | 3.81 | 3.24 |
| 净资产收益率(%) | 3.45 | 2.91 | 2.44 |
| 长期债务资本化比率(%) | 30.79 | 22.53 | 30.42 |
| 全部债务资本化比率(%) | 33.27 | 26.05 | 36.17 |
| 资产负债率(%) | 38.35 | 31.88 | 40.42 |
| 流动比率(%) | 486.23 | 592.10 | 481.29 |
| 速动比率(%) | 159.74 | 110.92 | 163.40 |
| 经营现金流动负债比(%) | 4.16 | 30.86 | 14.76 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.36 | 2.31 | 2.75 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.11 | 4.95 | 7.52 |

注：公司提供了 2016—2018 年三年连审财务报告；长期应付款已调整至长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 0.55 | 0.42 | 3.63 |
| 资产总额(亿元) | 88.80 | 84.29 | 92.62 |
| 所有者权益(亿元) | 51.12 | 51.62 | 51.68 |
| 短期债务(亿元) | 1.10 | 3.76 | 5.00 |
| 长期债务(亿元) | 25.69 | 17.32 | 26.97 |
| 全部债务(亿元) | 26.79 | 21.08 | 31.97 |
| 营业收入(亿元) | 5.73 | 5.90 | 5.13 |
| 利润总额(亿元) | 0.48 | 0.65 | 0.08 |
| EBITDA(亿元) | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.41 | 3.24 | 3.24 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 6.23 | 2.83 | 1.88 |
| 存货周转次数(次) | 0.11 | 0.11 | 0.09 |
| 总资产周转次数(次) | 0.06 | 0.07 | 0.06 |
| 现金收入比(%) | 26.18 | 89.58 | 116.74 |
| 营业利润率(%) | 38.77 | 20.55 | 18.78 |
| 总资本收益率(%) | -- | -- | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.70 | 0.96 | 0.12 |
| 长期债务资本化比率(%) | 33.45 | 25.13 | 34.29 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.39 | 29.00 | 38.22 |
| 资产负债率(%) | 42.44 | 38.76 | 44.21 |
| 流动比率(%) | 325.17 | 346.24 | 390.14 |
| 速动比率(%) | 86.06 | 47.21 | 82.17 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 2.88 | 19.08 | 21.32 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | -- | -- |

附件 4 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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业收入年复合增长率 | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据) |
| 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 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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% |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

| 信用等级设置 | 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 |

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义 |
|--------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

附件 6 担保方主体长期信用评级报告

联合资信评估有限公司关于 2020 年第一期湖南洞庭资源控股集团有限公司 地下综合管廊建设专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湖南洞庭资源控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湖南洞庭资源控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南洞庭资源控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湖南洞庭资源控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湖南洞庭资源控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南洞庭资源控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湖南洞庭资源控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。