

信用等级公告

联合〔2020〕808号

湖南洞庭资源控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对湖南洞庭资源控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 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进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

湖南洞庭资源控股集团有限公司拟发行的 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信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

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主动评级报告

本期债券信用等级：AA+_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

担保方主体信用等级：AA+_{pi}

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 4 亿元（含 4 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

担保方：常德财鑫融资担保有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保
证担保

还本付息方式：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

评级时间：2020 年 4 月 30 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
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
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
净利润（亿元）	2.02	1.81	1.56
EBITDA（亿元）	5.72	4.41	4.81
经营性净现金流（亿元）	0.43	3.36	2.25
营业利润率（%）	27.39	22.07	28.07
净资产收益率（%）	3.51	2.99	2.48
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（倍）	4.86	5.92	4.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	3.18	2.85
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.43	1.10	1.20

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；除特别说明外，均指人民币；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对湖南洞庭资源控股集团有限公司（以下简称“洞庭资源”或“公司”）的评级反映了公司作为湘阴县重要的基础设施投融资建设及国有资产经营主体，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，联合评级也关注到，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。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所获湘阴县政府支持力度大。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. 公司砂石专营权具有一定区域垄断优势。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. 常德财鑫的担保提升了本期债券本息安

全性。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. 砂石开采业务受季节和环保政策影响较大。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. 其他应收款对公司资金形成占用。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. 公司基础设施项目面临一定资本支出压力。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。

分析师

余瑞娟 登记编号（R0040218040004）

王臻 登记编号（R0040219080002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由湖南洞庭资源控股集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因湖南洞庭资源控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与湖南洞庭资源控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对湖南洞庭资源控股集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

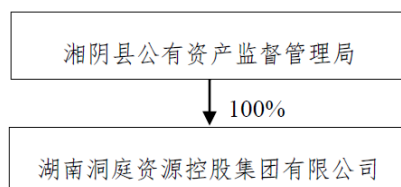


联合信用评级有限公司

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”或“洞庭资源”）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 月底，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公有资产监督管理局。2017 年 3 月，经湘阴县公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，湘阴县公有资产监督管理局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：砂石销售、砂石综合利用服务；以招商引资、新农村建设和农业开发的项目（政策允许的）投资、融资与资产管理，土地储备及土地开发、整理和经营，环境治理；内陆渔业（内陆养殖、内陆捕捞）和渔业服务；林木、芦苇的培育和种植及林业服务；公园、酒店管理；房屋、水利和港口及其他土木工程建筑（凭资质证经营），建筑安装、装饰服务（凭资质证经营）；房地产开发经营、物业管理服务（凭资质证经营）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年底，公司内设土地经营部、审计法务部、规划建设部、资本运营部、财务管理部和综合管理部 7 个职能部门，合并范围内包含 11 家子公司，公司在职员工共 107 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 107.11 亿元，负债合计 43.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 63.82 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.68 亿元。2018 年，公司实现营业收入 14.34 亿元，净利润（含少数股东损益）1.56 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.76 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，期限 7 年。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保证责任担保。

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130,095.97万元。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	湘阴县发展和改革局	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	湘阴县发展和改革局	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160,008.81万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净收益为150,135.70万元；在本期债券存续期内预计总收入61,541.85万元，扣除经营成本及相关税金及附加后项目累计净收益为57,744.50万元，为本期债券发行额度4.00亿元的1.44倍。募投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	--	--	12,308.37	12,308.37	12,308.37	12,308.37	12,308.37	61,541.85
1.1	入廊费	--	--	11,379.82	11,379.82	11,379.82	11,379.82	11,379.82	56,899.10
1.2	日常维护费	--	--	928.55	928.55	928.55	928.55	928.55	4,642.75
2	运营成本	--	--	672.04	672.04	672.04	672.04	672.04	3,360.20
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	--	--	11,548.90	11,548.90	11,548.90	11,548.90	11,548.90	57,744.50

资料来源：公司提供

三、行业及区域经济分析

公司业务以砂石销售、水利等基础设施建设为主，公司主要业务位于湘阴县，与湘阴县区域经济发展情况关系密切。

1. 基础设施建设

（1）行业概况

城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表3 2018年以来与基础设施建设企业相关产业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”。
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《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）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 砂石开采行业

我国砂石行业结构不断调整，发展逐步精细，受行业整顿影响，大部分砂石矿山处于调整或整合状态，砂石价格大幅上升。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。

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，近年来，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每年已超过 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 17,244 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%。

3. 区域经济情况

湘阴县经济平稳增长，财政收入稳步提升，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

公司地处湘阴县，位于湖南省东北部，居湘资两水尾闾、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 5,000 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%。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司砂石业务具有一定的区域垄断优势，同时公司作为湘阴县重要投资建设主体，在湘阴县水域综合治理及相关基础设施建设业务方面优势明显。

公司为湘阴县国有资产监督管理局控股企业，是湘阴县重要的基础设施投融资及建设主体。目前业务板块包括砂石销售、水域综合运营开发及相关基础设施建设等业务。公司下属有湘资砂石资源公司、湘阴宾馆、深水码头建设公司、国有资产经营有限责任公司、湘阴县精准扶贫开发投资有限公司、自来水公司、湘阴县远浦金融投资有限公司、湖南左公故里旅游投资发展有限公司等 11 家子公司，同时拥有 22 万亩的南洞庭湖芦苇资产、优质砂石资源及其销售平台（渠道）以及极具升值潜力的土地储备，是湘阴县内最大的资源型企业。

公司拥有湘阴县洞庭湖区砂石专营权，砂石业务具有一定的区域垄断优势。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），公司已取得2019—2022年在新洲湖采区、斗米咀采区、湘资村采区、易婆塘采区共计4个采区的采砂权。

公司目前是湖南省重点支持的开发滨湖示范区的“两型”龙头企业，承担着白水江水域综合开发项目和东湖生态环境治理项目，整个项目包括前期治理、建设及持续跟踪维护修缮，主要建设内容包括：白水江两岸堤防加固治理、穿堤涵闸改建、新白水江大桥建设、拦河坝建设、路堤等配套设施建设、白水江出口河段整治、出口河段周边房屋拆迁、安置房建设、棚户区改造、东湖生态公园北岸景观工程及文化娱乐设施建设等，项目投资总规模近50亿元。公司未来有望发展成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。

2. 人员素质

公司高层管理人员整体素质较高，能够满足目前生产经营需要。

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。

3. 外部支持

公司在发展过程中得到了政府在资产划拨及财政补贴等方面的有力支持。

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，为了提升公司资本实力，湘阴县政府及相关部门向公司进行资产划拨，包括根据《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）将期限50年的芦苇收费权划拨给公司，根据《湘阴县人民政府关于划拨城市供水管网等资产的决定》（湘阴政发〔2011〕21号）将城市供水管网资产划拨给公司等。此外，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。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构相对简单，有待进一步完善。

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。

湘阴县公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，由7名董事组成，设董事长1人，董事会成员由出资人委派或更换，董事会成员中设有公司职工代表，由公司通过职工代表大会民主选举产生。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，行使相应职权。

公司设监事会，由5名监事组成，设监事会主席1名。监事、监事会主席由湘阴县公有资产监督管理局委派、指定或者更换。监事中包括不低于三分之一比例的职工代表，职工代表通过职工代表大会选举产生。

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. 管理体制

公司内部控制制度相对健全。

公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，制定了安全生产管理、财务管理、对外担保及关联交易等管理制度。

安全生产管理方面，公司设立安全生产委员会，负责公司安全生产运营。为加强并规范公司安全生产管理，及时掌握公司安全生产信息，控制和消除各类安全隐患，有效预防和调查处理各类事故和故障，公司根据《中华人民共和国安全生产法》和国家、行业有关规定，制定安全生产管理制度，对子公司的安全生产进行了严格要求，制定安全生产标准化操作管理流程，并建立了事故处理应急预案和安全风险排查机制。

财务管理方面，为规范公司的财务会计行为，加强财务管理，为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，公司制订了专门的《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、资金管理等职责相互分离、相互制约。

担保管理方面，公司《对外投资、担保管理制度》规定，公司应严格控制为他人提供担保，必须提供担保的事项需按照决策权限由股东或董事会审议批准。公司及其全资子公司、控股子公司的

对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产 30.00%以后提供的任何担保、为资产负债率超过 70.00%的担保对象提供的担保及单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10.00%的担保等情况需经股东审批；董事会有权在单笔金额不超过公司最近一期经审计净资产 10.00%的范围内决定担保事项。

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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自砂石销售和基础设施建设，主营业务占比高，近年来受砂石销售收入下降影响，公司收入规模有所下降，综合毛利率呈现波动，2018 年公司新增土地开发收入，开始涉足土地一级开发业务，业务收入更为多元化。

公司为湘阴县重要的基础设施投融资建设及国有资产经营主体，目前主要从事砂石开采及水域综合治理等基础设施建设业务；其他业务包括芦苇经营、酒店出租、城市供水及码头租赁等。

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。近三年，公司主营业务收入占比均在 95.00% 以上，主营业务占比高。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 66.21%、53.75%和 43.85%，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，占比分别为 21.81%、38.24%和 34.86%；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 29.38%、23.85%和 28.92%。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 年公司主营业务收入及毛利率情况（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	66.21	25.05	7.90	53.75	27.44	6.29	43.85	35.24
水域综合运营开发	1.40	7.46	100.00	--	--	--	--	--	--
基础设施建设	4.09	21.81	16.67	5.62	38.24	16.67	5.00	34.86	16.67
芦苇经营	0.24	1.28	100.00	0.26	1.77	100.00	0.13	0.91	100.00
酒店经营	0.24	1.26	30.28	0.26	1.77	33.14	0.16	1.12	34.63
城市供水	0.24	1.29	-15.36	0.27	1.84	-38.53	0.29	2.02	-62.77
土地开发	--	--	--	--	--	--	2.20	15.34	44.84

主营业务小计	18.63	99.31	29.35	14.31	97.37	23.38	14.06	98.02	28.74
其他业务	0.13	0.69	33.73	0.39	2.66	41.06	0.28	1.97	37.75
合计	18.76	100.00	29.38	14.70	100.00	23.85	14.34	100.00	28.92

资料来源：公司提供

2. 砂石开采及销售

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，公司开采规模大幅下滑。随着公司陆续取得新片区的采砂权，未来开采规模有望增长。

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年公司通过河湖疏浚取得了164.44万吨砂石，2017年公司未进行河湖疏浚，2018年公司通过河湖疏浚取得了192.43万吨砂石。

2016—2018年，公司自采砂石量分别为2,234.15万吨、1,218.32万吨和380.45万吨，2017年以来受特大暴雨及环保督查影响，公司自采砂石量大幅下降。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。2018年，受岳阳市辖区采砂区域重新规划影响，岳阳市包括湘阴县采砂工作大部分采砂区域处于暂停状态，公司砂石开采量降至380.45万吨，较上年大幅减少68.77%。

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），公司已取得2019—2022年在新洲湖采区、斗米咀采区、湘资村采区、易婆塘采区共计4个采区的采砂权，并已于2019年6月初恢复开采。

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107.04元/吨，呈上升趋势，主要系砂石市场行情转暖所致。

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	2,234.15	1,218.32	380.45
砂石开采成本	采砂船采砂费	23.62	27.64
	砂石资源费	11.10	19.13
	合计	34.78	47.03
砂石销售量	2,664.44	1,218.32	380.45

销售均价	46.61	66.68	170.24
销售总额	124,189.55	81,237.58	64,767.81

注：1. 2017—2018 年销售总额包括县政府分成部分，因此与公司该板块销售收入存在差异。公司在砂石采区进行砂石开采销售活动时，与县政府的权益分配机制为：基数包干、分段计价、超收分成。

2. 自采规模包括河湖疏浚部分

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 2,664.44 万吨、1,218.32 万吨和 380.45 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 170.24 元/吨。

公司砂石开采业务受季节性变化影响较大，每年 6—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。

3. 基础设施建设

公司基础设施建设项目利润水平稳定，但在建项目投资规模较大，垫资压力较大，且回款进度较慢。

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“白水江水域综合开发项目”“东湖生态环境治理项目”两个水域综合开发项目，以及一个相关配套建设项目“中联重科工程”。公司该板块利润主要是政府按一定比例向公司支付的代建管理费¹，毛利率为 16.67%。公司基础设施建设项目具有规模大、收益滞后的特点，收入主要依赖于湘阴县政府财政实力，而湘阴县财政收入规模偏小，目前结算和回款效率较低，如果代建项目回收不及时，将对工程进度和公司经营发展造成一定影响。

截至 2018 年底，“中联重科工程”项目已完工并收到全部回款；“白水江水域综合开发项目”计划投资 34.19 亿元，已投资 30.59 亿元；“东湖生态环境治理项目”计划投资 15.38 亿元，已投资 7.60 亿元。“白水江水域综合开发项目”和“东湖生态环境治理项目”两个水域综合开发项目尚需投资 11.38 亿元，公司垫资压力较大。

表 6 截至 2018 年公司主要基础设施建设项目情况（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	30.59	9.28	6.21
东湖生态环境治理	15.38	7.60	2.90	2.90
中联重科工程	2.11	2.11	2.53	2.53
合计	51.68	40.30	14.71	11.64

资料来源：公司提供

¹ 湘阴县人民政府按照双方约定的项目成本上浮 20%、按照项目进度对项目进行回购。

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 年起公司不再有该业务收入。

5. 土地开发业务

公司新增土地一级开发业务，成为公司新的收入和利润增长点。

2018 年，公司新增土地一级开发业务，实现营业收入 2.20 亿元，占公司主营业务比重 15.34%。

根据《湘阴县人民政府县长办公会议纪要》（第 35 次），县政府授权子公司湘阴振乡农村建设投资有限公司（以下简称“振乡农村”）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与开发，同时振乡农村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权利。该项目所产生的耕地占补平衡节余指标和城乡建设用地增减挂钩节余指标的交易收益，由县财政与振乡农村按比例进行分成，作为农村土地综合整治与开发的资金来源。

作为项目业主，振乡农村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项目的投资与开发，并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。振乡农村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。

6. 其他业务

受环保压力影响，公司芦苇经营板块收入波动下降；在供水量上升的拉动下，城市供水收入略有增长，但毛利率持续为负；酒店经营受政府监管趋严影响，收入波动下降。

（1）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 15,059.14 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；其中 2018 年较上年减少 50.00%，主要系为提升当地芦苇种植经济效益，公司于 2018 年度减免半年芦苇经营租金所致。

（2）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

阴县人民政实行定期监审，2018 年 6 月，湘阴县发展和改革局发布《关于调整我县城区供水价格及伴水征收费的批复》（湘发改价函〔2018〕17 号），维持居民生活用水价格 2.90 元/吨不变，将非居民生活用水由 3.93 元/吨下调至 3.08 元/吨，特种行业用水由 9.05 元/吨下调至 8.20 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。

（3）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；2018 年，公司酒店经营收入较上年下降 38.46%。

7. 经营效率

公司经营效率指标偏低

从经营效率来看，2016—2018 年，受环保督察影响，公司砂石开采产量大幅减少，收入有所下降，公司各项效率指标均逐年下降。其中，公司应收账款周转次数分别为 19.47 次、6.82 次和 5.06 次，存货周转次数分别为 0.43 次、0.26 次和 0.20 次，总资产周转次数分别为 0.20 次、0.16 次和 0.14 次。

8. 经营关注

砂石开采权的持续性

湘阴县人民政府《关于湘阴县砂石资源开采权及收益权等有关问题的批复》中表示，原则同意在相关采区委托开采期限到期后，赋予公司全资子公司湘阴县湘资砂石资源有限公司（以下简称“湘资砂石”）砂石开采权和唯一特许经营权。如未来政策发生变化，可能会影响到公司砂石开采权期限，从而影响公司获取砂石渠道的稳定性和持续经营，公司砂石开采业务面临一定的政策风险。

砂石开采面临一定停工风险

由于湘江水量随季节变化及政府对河床的保护，砂石开采面临一定停工风险。

政府回款的不确定性

对于水域综合运营开发及相关基础设施建设等项目，公司投资规模较大，政府于 2016 年起开始进行审定结算，结算和回款效率较低，如果代建项目回收不及时，将对工程进度和公司经营发展造成一定影响。

9. 未来发展

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。

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。五年内计划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。

七、财务分析

1. 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。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。截至 2018 年底，公司合并报表子公司合计 11 家，其中 2016 年纳入合并报表的子公司合计 7 家，新设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振乡农村。公司主营业务变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 107.11 亿元，负债合计 43.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 63.82 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.68 亿元。2018 年，公司实现营业收入 14.34 亿元，净利润（含少数股东损益）1.56 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.76 亿元。

2. 资产质量

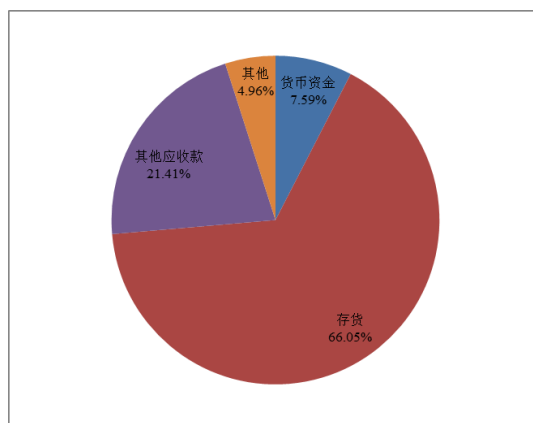
公司资产结构以流动资产为主，流动资产中存货、其他应收款占比大，且存货变现能力一般，对资金形成了占用；非流动资产主要为固定资产及无形资产，公司资产受限规模大，整体资产质量一般。

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%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 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%）、存货（占 66.05%）和货币资金（占 7.59%）构成。

图2 截至2018年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

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，主要系公司发行债券募集资金到账所致，公司货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金2.70亿元，全部为定期存款。

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部分回款后进行结转所致。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，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，往来单位包括湘阴城建、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，其中1年以内的其他应收款余额占其他应收款余额的65.97%，1—2年的占17.23%，2—3年的占14.50%。公司其他应收款共计提坏账准备0.66亿元，计提比例为4.01%，考虑到公司及主要关联方均为地方政府下辖企业，其他应收款回收风险较低。

（2）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，年均复合增长40.93%。截至2017年底，公司固定资产8.36亿元，较上年底增长100.21%，主要系公司在建工程转为固定资产规模较大所致；截至2018年底，公司固定资产账面原值为9.56亿元，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，固定资产成新率为86.66%，成新率较高。

2016—2018年，公司无形资产快速下降，年均复合下降32.31%。截至2017年底，公司无形资产16.83亿元，较上年底下降52.72%，主要系公司将无形资产中的部分土地转到存货中所致；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（占92.66%）及芦苇经营权（占7.34%），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；公司其他非流动资产主要为预付土地款（占99.05%）。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 16.94 亿元，主要系公司对外担保和向银行贷款时抵押的土地使用权、房产以及银行存款，占公司同期资产总额的 15.82%。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司负债规模有所增加，负债结构以非流动负债为主；债务期限结构以长期为主，近三年整体债务负担有所上升。公司 2021 年或将面临一定集中偿付压力。

2016—2018 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 8.94%，截至 2018 年底，公司负债总额 43.29 亿元，较上年底增长 49.21%，主要系非流动负债增加所致。公司负债中流动负债占 35.17%，非流动负债占 64.83%，以非流动负债为主。

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，公司流动负债 15.23 亿元，较上年底增长 39.87%，主要系短期借款大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 42.64%）、应付票据（占 6.57%）、其他应付款（占 36.38%）、应交税费（占 7.40%）及一年内到期的非流动负债（占 5.04%）等构成。

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%，主要系公司通过融资补充流动资金所致。公司短期借款包括抵押借款 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，年均复合增长 0.28%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 5.54 亿元，较上年底减少 11.45%，公司其他应付款主要为与湘阴城建等单位之间的往来款。

2016—2018 年，公司应交税费波动增长，年均复合增长 0.68%。截至 2018 年底，公司应交税费 1.13 亿元，较上年底大幅增长 174.70%，主要系税费延期缴纳所致。公司应交税费主要是应交企业所得税（占 87.46%）。

截至 2018 年底，公司新增应付票据 1.00 亿元，为湘资砂石于北京银行长沙分行开具的银行承兑汇票。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年减少，年均复合减少 30.72%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.77 亿元，较上年底减少 15.18%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

2016—2018 年，公司非流动负债有所波动，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。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 13.27%。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 湘洞庭”）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。“18 湘洞庭”和“18 洞庭债”将分别于 2021 年 10 月 15 日和 2021 年 11 月 8 日到期回售，公司 2021 年将面临一定集中偿付的压力。

2016—2018 年，公司长期应付款逐年减少，年均复合减少 19.51%。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。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 11.19%。截至 2018 年底，公司全部债务为 36.16 亿元，较上年底增长 65.62%，公司长期债务和短期债务均有所增长；其中，公司短期债务为 8.26 亿元（占 22.84%），较上年底增长 116.83%；公司长期债务为 27.90 亿元（占 77.16%），较上年底增长 54.80%。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 38.35%、31.88%和 40.42%，全部债务资本化比率分别为 33.27%、26.05%和 36.17%，长期债务资本化比率分别为 30.79%、22.53%和 30.42%，公司整体债务负担波动上升。

（2）所有者权益

公司权益规模略有增长，稳定性一般。

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；截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益 63.68 亿元，主要由股本（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。其中，资本公积由其他资本公积（占 93.13%）和股本溢价（占 6.87%）构成，其他资本公积主要系政府向公司划拨资产形成的资本公积。公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

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，公司营业利润对政府补助的依赖程度较大。

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，较上年下降 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 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，公司管理费用波动增长，年均复合增长 0.67%，其中 2017 年同比减少 45.79%，主要系同期公司业务规模减少所致。2016—2018 年，公司财务费用波动增加，年均复合增长 0.26%，其中 2017 年同比减少 17.64%，主要系同期公司业务规模减少所致；2016—2018 年，公司费用收入比分别为 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 6,186.58 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 年，公司无其他收益；2017—2018 年，公司其他收益分别为 1.37 亿元和 1.34 亿元，全部为财政补贴收入，为政府对基础设施建设的补助。公司其他收益占营业利润比重分别为 59.17%和 59.21%。对营业利润的影响较大。

盈利能力方面，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 27.39%、22.07%和 28.07%，波动上升；总资本收益率分别为 4.44%、3.72%和 3.54%，逐年下降；净资产收益率分别为 3.51%、2.99%和 2.48%，逐年下降。

5. 现金流

受公司砂石业务波动的影响，公司经营活动产生的现金流波动较大，公司收入实现质量有所提升；受公司购买和赎回理财产品影响，公司投资活动产生的现金流收支波动较大，随着公司业务规模的增长，公司仍存在较大的筹资需求。

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，较上年同期增长 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，较上年同期增长 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。收入实现质量方面，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。

6. 偿债能力

公司债务规模明显上升，整体债务负担加重，偿债指标有所下降，但考虑到公司拥有砂石开采权，具有区域垄断优势，以及公司作为湘阴县重要的基础设施建设主体，在资产划拨及财政补贴等方面获得的政府支持，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 4.86 倍、5.92 倍和 4.81 倍，波动下降；速动比率分别为 1.60 倍、1.11 倍和 1.63 倍，波动上升；现金短期债务比分别为 0.69 倍、0.32 倍和 0.67 倍，波动下降。考虑到公司现金类资产中有 2.70 亿元货币资金受限，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.72 亿元、4.41 亿元和 4.81 亿元，波动下降；公司 2018 年 EBITDA 中，利润总额占 46.95%，计入财务费用的利息支出占 35.04%，折旧占 7.19%，摊销占 10.82%。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.20 倍和 0.13 倍，呈波动下降态势。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.30 倍、3.18 倍和 2.85 倍，呈逐年下降态势。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度尚可，对全部债务的覆盖程度大幅下降，长

期偿债能力有待提高。

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；公司担保对象以地方国有企事业单位为主，其中，对湘阴城建担保 10.12 亿元，对湘阴县金龙新区开发建设投资有限公司担保 1.63 亿元，对湘阴县洋沙湖工业园区建设投资有限公司担保 0.66 亿元，对湘阴县中医院担保 0.40 亿元，对湖南大科激光有限公司担保 0.05 亿元。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。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额 10.46 亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼或仲裁。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2019 年 5 月 20 日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

7. 母公司财务分析

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，整体债务负担一般，盈利能力较弱。

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。

（1）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，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。

（2）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，母公司未分配利润分别为 4.56 亿元、5.01 亿元和 5.06 亿元。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。

（3）负债

2016—2018 年，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，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%。母公司整

体债务负担一般。

（4）盈利能力

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，母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%。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%，对母公司利润造成严重侵蚀。2016—2018年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。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。

（5）现金流

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。

八、担保方分析

经联合评级评定，常德财鑫主体长期信用等级为AA⁺_{pi}，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。

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。

九、综合评价

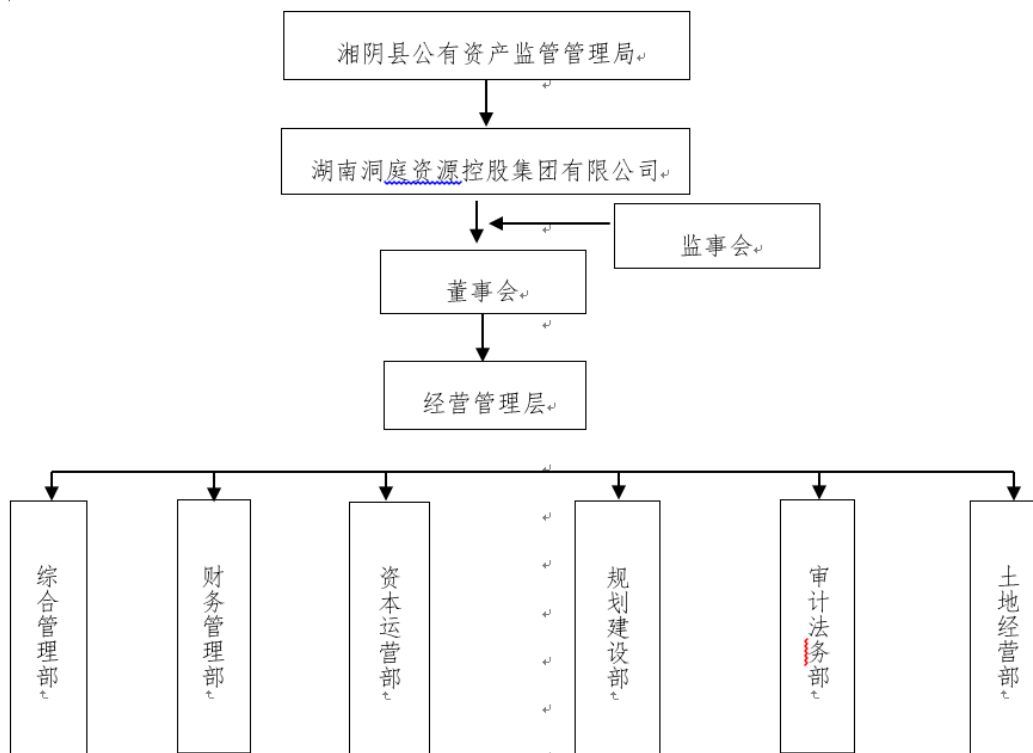
公司作为湘阴县重要的基础设施投融资建设及国有资产经营主体，在砂石开采专营权、资源储备、政府支持等方面具备的竞争优势。同时，联合评级也关注到，公司收入规模较小、资产周转效率偏低、环保政策趋严、砂石开采易受季节性因素影响、基础设施建设项目有一定融资需求且盈利情况依靠政府财力、其他应收款占用较多资金等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险“很低”。

附件 1 湖南洞庭资源控股集团有限公司组织结构图



附件 2 湖南洞庭资源控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
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
净利润（亿元）	2.02	1.81	1.56
EBITDA（亿元）	5.72	4.41	4.81
经营性净现金流（亿元）	0.43	3.36	2.25
应收账款周转次数（次）	19.47	6.82	5.06
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
现金收入比率（%）	80.11	97.82	106.99
总资本收益率（%）	4.44	3.72	3.54
总资产报酬率（%）	4.95	4.01	3.98
净资产收益率（%）	3.51	2.99	2.48
营业利润率（%）	27.39	22.07	28.07
费用收入比（%）	15.46	14.18	20.37
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
长期债务资本化比率（%）	30.79	22.53	30.42
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	3.18	2.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	0.13
流动比率（倍）	4.86	5.92	4.81
速动比率（倍）	1.60	1.11	1.63
现金短期债务比（倍）	0.69	0.32	0.67
经营现金流动负债比率（%）	4.16	30.86	14.76
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.43	1.10	1.20

注：1.本报告中财务数据以公司债券年度报告为准，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；除特别说明外，均指人民币。2.长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务核算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。