

2016 年第一期、第二期
娄底市万宝新区开发投资有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第【868】号 01

债券简称: PR 万宝 01/16 万宝开投债 01、PR 万宝 02/16 万宝开投债 02

债券剩余规模:

PR 万宝 01: 3 亿元

PR 万宝 02: 6 亿元

债券到期日期:

PR 万宝 01: 2023 年 2 月 1 日

PR 万宝 02: 2023 年 8 月 1 日

债券偿还方式:

两期债券均每年付息一次, 自存续期的第 3 年末起, 逐年分别按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金

分析师

姓名:

汪永乐 何佳欢

电话:

0755-82879719

邮箱:

wangyl@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.cspengyuan.com

2016 年第一期、第二期娄底市万宝新区开发投资有限公司 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期: AA; 第二期: AA	第一期: AA; 第二期: AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 8 月 14 日	2019 年 6 月 5 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司 (以下简称“中证鹏元”) 对娄底市万宝新区开发投资集团有限公司¹ (以下简称“娄底万宝”或“公司”) 及其 2016 年 2 月 1 日发行的 5 亿元公司债券 (以下简称“PR 万宝 01”) 和 2016 年 8 月 1 日发行的 10 亿元公司债券 (以下简称“PR 万宝 02”) 的 2020 年度跟踪评级结果为: PR 万宝 01 和 PR 万宝 02 信用等级均维持为 AA, 公司主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好, 为其发展提供了良好基础, 公司营业收入保持增长, 业务持续性较好, 并持续得到了外部的大力支持; 同时中证鹏元也关注到, 公司资产流动性较弱, 在建工程存在较大资金压力, 且面临较大的债务压力和一定的或有负债等风险因素。

正面:

- 娄底市经济实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。娄底市为湘中材料能源基地, 工业基础良好, 近年来娄底市经济保持快速增长, 2019 年实现 GDP 1,640.58 亿元, 增速为 8.1%, 为公司发展提供了良好的基础。
- 公司营业收入保持增长, 业务持续性较好。公司主要从事娄底市万宝新区内基础设施建设和土地整理开发业务, 2019 年公司实现营业收入 5.06 亿元, 同比增长 0.99%, 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目计划总投资 61.02 亿元, 随着项目的完工结算, 未来业务持续性较好。
- 公司继续得到外部的大力支持。2019 年公司获得基础设施建设项目补助资金等政

2020 年 5 月公司名称变更为娄底市万宝新区开发投资集团有限公司。

府补助 1.20 亿元，占当期利润总额的 67.43%，提升了公司的利润规模。

关注：

- **公司应收款项存在较大资金占用，抵押受限资产占比较高，整体资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收账款和其他应收款合计 30.76 亿元，占总资产的 25.39%，且回收时间存在不确定性，期末已抵押土地资产 20.56 亿元，占总资产的 16.97%，整体资产流动性较弱。
- **公司在建工程存在较大的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目预计总投资 61.02 亿元，后续尚需投入资金 17.49 亿元，且业务回款较慢，公司经营活动现金流表现较弱，随着项目建设进程的推进，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的债务压力。**截至 2019 年末，公司有息债务达 53.86 亿元，占负债总额的 91.97%，其中短期有息债务 10.85 亿元，期末现金短期债务比仅为 0.43，且盈利对债务偿还保障较弱，存在较大的债务压力。
- **公司对外担保存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司提供对外担保金额合计 2.51 亿元，占同期末净资产的 4.01%，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,211,459.42	1,327,449.96	1,196,676.62
所有者权益	625,825.90	607,982.49	590,541.00
有息债务	538,597.31	667,635.65	568,820.75
资产负债率	48.34%	54.20%	50.65%
现金短期债务比	0.43	0.15	1.04
营业收入	50,613.87	50,119.82	46,281.58
其他收益	11,967.00	7,569.00	1,563.00
营业外收入	0.00	5,600.00	10,001.00
利润总额	17,747.41	17,392.49	17,829.64
综合毛利率	17.61%	15.21%	17.61%
EBITDA	18,046.27	17,534.02	18,087.29
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85	0.73
经营活动现金流净额	1,861.54	5,092.24	-110,576.39
收现比	0.31	0.10	0.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

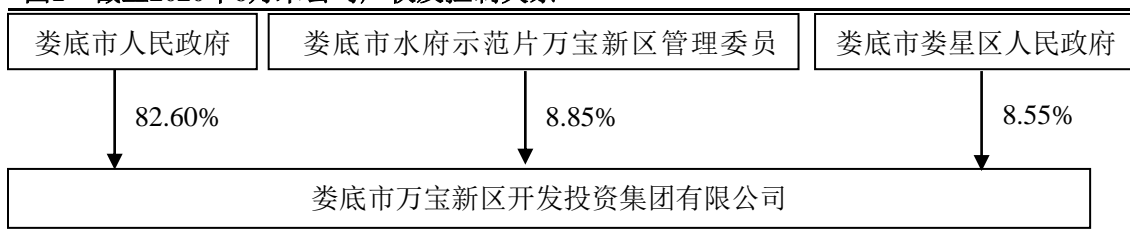
公司分别于2016年2月1日和2016年8月1日公开发行了7年期5亿元公司债券和10亿元公司债券，募集资金原计划用于娄底市万宝新区万亩棚户区改造项目、湘中农产品冷链物流中心建设项目及补充营运资金，2017年公司对募集资金用途进行了调整，调整后募集资金用于娄底高铁配套开发项目、湘中农产品冷链物流中心建设项目及补充营运资金。截至2019年末，PR万宝01和PR万宝02募集资金专项账户余额合计为38,173.82元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变化。2020年5月公司名称变更为现名，截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为100,000万元，娄底市政府、万宝新区管委会和娄星区政府分别持有公司82.60%、8.85%和8.55%的股权，娄底市政府仍为公司控股股东和实际控制人。

2020年6月公司股东作出决议对公司法定代表人、董事、监事和高级管理人员进行调整，此次人事变动后公司治理结构符合法律规定和公司章程规定。2019年公司新设成立子公司2家，分别为娄底市万宝新区创业投资有限公司和湖南链城私募股权基金管理有限公司，合并范围无减少子公司。截至2019年12月31日，纳入公司合并范围的子公司共4家，明细如附录二所示。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

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

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

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

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

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

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

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作

规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

娄底市为湘中原材料能源基地，工业基础良好，近年产业结构持续调整，固定资产保持高速增长，经济实力不断增强，为公司发展提供良好的外部环境

娄底市为湖南省省辖地级市，位于湖南省中部，北接益阳市，南接邵阳市，西临怀化市，东临湘潭市，是环长株潭城市群的重要组成部分，下辖娄星区、冷水江市、涟源市、双峰县、新化县和娄底经济开发区、万宝新区，总面积8,117平方公里。截至2019年末，全市常住人口为394.13万人，其中城镇人口194.11万人，城镇化率为49.25%。

依托较好的地理区位和丰富的资源，2019年全市实现全部工业增加值510.25亿元，同比增长7.7%，其中规模以上工业增加值增长7.6%，按行业分，煤炭开采及洗选业下降7.5%，医药制造业增长25.8%，非金属矿物制品业增长4.5%，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长6.7%，黑色金属及压延加工业增长1.1%，有色金属及压延加工业增长35.0%，通用设备制造

业增长22.8%，专用设备制造业下降6.8%，汽车制造业增长18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长83.4%。

近年娄底市经济保持快速增长，2019年实现地区生产总值1,640.58亿元，同比增长8.1%，三次产业结构调整为10.6:38.6:50.8，第三产业占比持续提升，2019年三次产业对全市经济增长贡献率分别为5.1%、37.5%和57.4%。2019年娄底市人均生产总值为41,675元，为全国人均生产总值的58.79%。

此外，固定资产投资仍为娄底市经济持续增长的重要驱动力。2019年娄底市全年固定资产投资同比增长10.5%，增速同比有所上升，其中制造业投资增长23.5%，工业投资增长19.0%，工业技改投资增长30.5%，基础设施投资下降14.1%。房地产市场发展较快，2019年全市房地产开发投资115.24亿元，同比增长37.3%，其中住宅投资87.16亿元，增长38.0%；商品房销售面积327.4万平方米，增长0.7%，商品房销售额173.45亿元，增长20.6%。

表 1 娄底市经济发展情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,640.58	8.1%	1,540.41	8.6%
其中：第一产业增加值	174.44	3.6%	151.87	3.8%
第二产业增加值	632.69	7.5%	698.26	7.9%
第三产业增加值	833.45	9.6%	690.29	10.8%
工业增加值	510.25	7.7%	597.04	7.5%
全市固定资产投资	-	10.5%	-	9.5%
社会消费品零售总额	626.9	10.3%	568.29	10.4%
进出口总额（亿美元）	127.0	23.2%	103.07	26.2%
存款余额	1,967.70	3.04%	1,909.58	11.3%
贷款余额	1,172.54	17.92%	994.34	11.7%
人均 GDP（元）		41,675		39,178
人均 GDP/全国人均 GDP		58.79%		60.61%

注：“-”为公开数据未披露，2018年人均GDP按照当年常住人口计算。

资料来源：娄底市2018-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于娄底市2019年全市及市级财政预算执行情况与2020年全市及市级财政预算（草案）》，2019年娄底市完成地方一般公共预算收入766,484万元，增长9.03%；市级完成政府性基金收入274,347万元，其中国有土地使用权出让金收入256,089万元；全市一般公共预算支出完成3,307,771万元，为年度预算的121.67%，比上年增长9.06%。

四、经营与竞争

公司2019年主营业务未发生重大变化，仍是娄底市重要的投融资主体，主要负责娄底市万宝新区内代建项目和土地整理等。受益于土地整理收入增长，2019年公司实现营业收入5.06亿元，同比增长0.99%，因代建项目业务当期结算毛利率提升导致公司综合毛利率略有上升至17.61%。

表 2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目	20,461.21	17.60%	34,951.46	14.17%
土地整理	30,144.66	17.60%	15,168.36	17.60%
其他业务	8.00	100.00%	0.00	-
合计	50,613.87	17.61%	50,119.82	15.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司代建项目收入有所下降，土地整理开发收入有所增长，在建项目较多，未来代建项目业务持续性较好，但面临较大的资金压力，且受区域建设规划、土地市场景气度及政府资金安排等影响，未来土地整理收入仍存在波动性

为加快娄底市城市基础设施建设及土地熟化工作，2011年11月娄底市政府与公司签署《娄底市城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，娄底市政府指定娄底市财政局财政投资评审中心对公司已完成的代建项目及当年度土地整理开发投入进行评审，并根据评审结果，娄底市政府按照不低于项目投入总额的1.25倍从公司回购，回购款项由万宝新区管委会支付。

受代建项目结算进度影响，近年公司代建项目收入有所下降，2019年确认代建项目收入20,461.21万元，同比下降41.46%。2019年公司确认土地整理开发收入30,144.66万元，同比增长98.73%。但需注意受娄底市万宝新区的政府建设规划和城市化进程、土地市场景气度以及政府资金安排等影响，未来公司土地整理收入仍存在波动性。

截至2020年3月末，公司主要在建项目及土地整理项目等计划总投资610,179.08万元，已投资435,275.70万元，其中娄底高铁配套开发项目和湘中农产品冷链物流中心建设项目为本期债券募投项目，预计可实现一定的停车费、仓储物流费等相关收入，但需关注项目建设进度以及项目收益受市场需求等因素影响不及预期的风险。此外，随着其他代建项目及土地整理项目完工结算，未来公司仍可获得一定的代建项目及土地整理收入。但同时需要注意到，受项目完工进度等影响，项目收入或存在一定的波动性，且主要在建项目尚需投资174,903.38万元，面临较大的资金压力。中证鹏元关注到，截至2019年末，公司应收账款为134,617.62万元，全部为应收股东万宝新区管委会当年及往年代建项目款和土地整理回购款，公司代建项目和土地整理业务回款情况较差。

表 3 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资金额	累计投资金额	尚需投资	项目类型
娄底高铁南站枢纽一体化项目	129,680.00	127,086.00	2,594.00	-
站后街道路工程	21,963.00	18,600.00	3,363.00	代建项目
娄底市南二环	59,879.00	36,550.00	23,329.00	代建项目
娄益衡连接线	21,145.00	14,250.00	6,895.00	代建项目
茶园路道路工程	31,309.00	13,500.00	17,809.00	代建项目
松山路道路工程	19,654.00	7,880.00	11,774.00	代建项目
仙女街道路工程	25,545.00	23,154.16	2,390.84	代建项目
大井路道路工程	5,900.00	3,880.00	2,020.00	代建项目
娄底市万宝新区百亩棚户区改造项目土地整理	74,564.39	68,720.00	5,844.39	土地整理
安置基地项目（百亩、三元、凤凰、莲花塘、等）土地整理	60,000.00	54,220.00	5,780.00	土地整理
湘中农产品冷链物流中心建设项目	57,539.69	49,850.30	7,689.39	-
诚通物流园土地整理	12,000.00	8,980.24	3,019.76	土地整理
洪山殿棚改区土地整理	6,000.00	4,230.00	1,770.00	土地整理
万宝组团土地整理	85,000.00	4,375.00	80,625.00	土地整理
合计	610,179.08	435,275.70	174,903.38	-

注：娄底高铁南站枢纽一体化项目包含娄底高铁配套开发项目；湘中农产品冷链物流中心建设项目包含土地整理。

资料来源：公司提供

公司继续获得外部的大力支持

作为娄底市基础设施建设的重要主体，公司近年持续得到外部的大力支持，2019年公司获得基础设施建设项目补助资金等政府补助11,967.00万元，占当期利润总额的67.43%，提升了公司的利润规模。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，均按照新会计准则编制，2019年公司新设成立子公司2家，合并范围无减少子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，股东及政府部门占款和抵押受限资产较大，整体资产流动性

较弱

受负债规模减少影响，2019年公司资产规模下降至1,211,459.42万元，同比下降8.74%，资产仍以流动资产为主，主要集中于应收账款、其他应收款和存货等。

公司2019年末货币资金46,213.10万元，其中14,002.72万元为受限货币资金，系质押存单、票据保证金等。公司应收账款均为应收万宝新区管委会的代建项目款和土地整理款，2019年应收账款同比下降47.70%，主要系公司将对财政置换债务的长期应付款与对应收政府的款项进行债权债务冲抵所致。其他应收款主要为公司与股东及政府部门的往来款，2019年有所下降，主要系公司与政府进行债权债务冲抵以及往来款减少所致，2019年末应收万宝新区管委会往来款95,748.56万元，账龄为1-3年及3年以上；应收万宝新区征地拆迁安置管理办公室款项74,510.57万元，账龄为1-2年。截至2019年末，公司应收账款、其他应收款合计307,559.74万元，占总资产的25.39%，回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

公司存货由项目开发成本和存量土地构成，近年来随着项目开发持续投入而增长，2019年末达到817,760.10万元，其中存量土地账面价值为395,695.64万元，面积合计120.43万平方米，近年存量土地无变动，均为商服、住宅用途的出让地，但账面价值205,575.24万元的土地资产已用于借款抵押等，占总资产的16.97%，变现能力受到限制。项目开发成本主要为未结算的代建项目等，近年代建项目持续增长，随着代建项目完工结算，未来仍可为公司带来一定的代建项目收入，但2019年末存货中价值总计117,384.40万元的项目开发成本作为售后回租资产抵押物，占总资产的9.69%。

公司其他非流动资产为长期债权投资和基金投资款，系对湖南华菱钢铁集团有限责任公司进行50,000.00万元长期债权投资，2019年末该笔债权投资已收回，此外，2019年子公司娄底市万宝新区创业投资有限公司认购私募基金份额，使得2019年末其他非流动资产为15,740.64万元。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,213.10	3.81%	16,129.14	1.22%
应收账款	134,617.62	11.11%	257,398.01	19.39%
其他应收款	172,942.12	14.28%	219,317.79	16.52%
存货	817,760.10	67.50%	762,698.58	57.46%
流动资产合计	1,185,686.46	97.87%	1,265,232.58	95.31%
其他非流动资产	15,740.64	1.30%	52,041.67	3.92%
非流动资产合计	25,772.97	2.13%	62,217.37	4.69%
资产总计	1,211,459.42	100.00%	1,327,449.96	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，2019年公司资产规模有所下降，以应收款项和存货为主，截至2019年末，公司应收账款、其他应收款合计307,559.74万元，占总资产的25.39%，主要为应收股东及政府部门的款项，回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。此外，2019年末公司受限货币资金和存货等资产合计336,962.36万元，占总资产的27.81%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持增长，代建业务持续性较好，政府补助对利润规模贡献度较高

公司营业收入主要来源代建项目业务和土地整理业务，得益于土地整理项目结算增加，2019年营业收入保持增长，综合毛利率略有上升至17.61%。公司目前在建项目较多，未来随着各类项目推进及完工结算，公司代建项目业务收入仍具有较好的持续性，但受万宝新区规划建设、区域房地产市场和土地市场景气度及政府资金安排等影响，未来土地整理收入存在波动性。

2019年公司获得基础设施建设项目补助资金等政府补助收入合计为11,967.00万元，占当期利润总额的67.43%，政府补助对公司利润规模贡献度较高。

表 5 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	50,613.87	50,119.82
其他收益	11,967.00	7,569.00
营业利润	17,762.47	11,797.32
营业外收入	0.00	5,600.00
利润总额	17,747.41	17,392.49
综合毛利率	17.61%	15.21%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较弱，在建项目较多，面临较大的资金压力

公司业务现金收取主要来源于万宝新区管委会，受政府部门审批流程较长及财政资金安排等因素影响，公司土地整理项目款和代建项目回款较差，近年收现比较低。由于补助收入及往来款净流入规模较大，2019年经营活动现金小额净流入1,861.54万元。

2019年公司收到往来资金拆借及其他投资规模较大，投资活动现金净流入39,565.75万元。由于2019年偿还债务规模较大，公司筹资活动现金净流出20,346.05万元。截至2020年3

月末，公司主要在建项目后续尚需投资174,903.38万元，面临较大的资金压力。

表 6 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.31	0.10
销售商品、提供劳务收到的现金	15,631.41	5,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	33,872.48	13,630.31
经营活动现金流入小计	49,503.90	18,630.31
购买商品、接受劳务支付的现金	44,990.79	5,286.07
支付其他与经营活动有关的现金	1,600.07	7,600.18
经营活动现金流出小计	47,642.36	13,538.08
经营活动产生的现金流量净额	1,861.54	5,092.24
投资活动产生的现金流量净额	39,565.75	-104,219.99
筹资活动产生的现金流量净额	-20,346.05	72,147.69
现金及现金等价物净增加额	21,081.24	-26,980.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，面临较大的债务压力

2019年末公司负债规模为585,633.52万元，同比下降18.60%。受益于自身经营积累，2019年末所有者权益增长至625,825.90万元，产权比率为93.58%，所有者权益对负债的覆盖程度有所提高。公司负债结构以非流动负债为主。

表 7 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	585,633.52	719,467.47
所有者权益	625,825.90	607,982.49
产权比率	93.58%	118.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款略有下降至26,290.00万元。其他应付款主要为公司与娄底市城市建设投资集团有限公司的往来款等，2019年有所增长至31,225.67万元。一年内到期的非流动负债系由即将到期的长期借款、长期应付款以及应付债券形成，2019年末达到82,175.27万元。

2019年末公司长期借款减少至127,448.40万元，主要为质押和抵押贷款。应付债券为2016年公司发行的PR万宝01和PR万宝02，合计150,000.00万元，自2019年起逐年分别按照发行总额20%的比例偿还债券本金；以及公司2019年分别发行了50,000.00万元PPN和14,400.00万元债权融资计划。

公司长期应付款主要为债券置换存量债务、融资租赁款和项目转贷借款等，2019年末

同比减少50.28%，主要系政府置换债务大幅减少所致，期末公司应付娄底市财政局债券置换存量债务52,791.27万元、融资租赁款28,899.35万元、非银行金融机构借款及其他67,439.82万元。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	26,290.00	4.49%	26,690.00	3.71%
其他应付款	31,225.67	5.33%	29,312.77	4.07%
一年内到期的非流动负债	82,175.27	14.03%	82,137.86	11.42%
流动负债合计	155,501.48	26.55%	160,659.68	22.33%
长期借款	127,448.40	21.76%	139,504.50	19.39%
应付债券	153,553.20	26.22%	119,392.26	16.59%
长期应付款	149,130.44	25.46%	299,911.03	41.69%
非流动负债合计	430,132.04	73.45%	558,807.79	77.67%
负债合计	585,633.52	100.00%	719,467.47	100.00%
其中：有息债务	538,597.31	91.97%	667,635.65	92.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务达到538,597.31万元，占负债总额的91.97%，其中短期有息债务108,465.27万元，且未来偿还有息债务规模仍较大，仍存在较大的债务压力。

表 9 截至2019年末公司有息债务偿还计划情况（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
有息债务偿还额	108,465.27	112,776.06	106,857.82

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，2019年末公司资产负债率降低为48.34%，现金短期债务比为0.43，此外考虑到公司流动资产主要为土地和应收款项，大部分土地已抵押，变现能力较弱，公司实际短期偿债能力受限。受有息债务规模较大影响，公司EBITDA利息保障倍数较低，2019年有息债务/EBITDA为29.85，债务压力较大。

表 10 公司主要偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	48.34%	54.20%
现金短期债务比	0.43	0.15
EBITDA（万元）	18,046.27	17,534.02
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85
有息债务/EBITDA	29.85	38.08

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司提供对外担保金额合计25,065.75万元，占同期末净资产的4.01%，被担保方均为当地国有企业，其中公司对湖南省保障性安居工程投资有限公司提供担保9,065.75万元，虽然未设置反担保措施，但该笔担保款项9,065.75万元实际使用人为公司；娄底市娄星城乡建设投资开发有限公司与公司存在互保关系，面临一定的或有负债风险。

表 11 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	被担保方性质	金额	担保到期日	有无反担保
娄底市娄星城乡建设投资开发有限公司	国有	16,000.00	2021-05-07	有
湖南省保障性安居工程投资有限公司	国有	9,065.75	2028-08-19	无
合计	-	25,065.75	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

娄底市为湘中原材料能源基地，工业基础良好，近年产业结构持续调整，固定资产保持高速增长，2019年娄底市经济保持较快增长，为公司发展提供良好外部环境。作为娄底市重要的基础设施建设主体，公司主要从事娄底市万宝新区内基础设施建设和土地整理开发业务，近年营业收入保持增长，且在建项目较多，随着项目完工结算，未来业务可持续较好，且持续得到外部的大力支持。

同时中证鹏元也注意到，公司代建项目和土地整理收入回款滞后，近年收现比较低，经营活动现金流表现较弱，主要在建项目规模较大，存在较大的资金压力，资产中股东占款和抵押受限土地规模较大，截至2019年末，公司应收账款、其他应收款合计307,559.74万元，占总资产的25.39%，回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。此外，2019年末公司受限货币资金和存货等资产合计336,962.36万元，占总资产的27.81%，整体资

产流动性较弱。公司有息债务规模较大，盈利和经营现金流对债务偿还保障较弱，面临较大的债务压力，对外担保存在一定的或有负债风险等。

基于以上情况，中证鹏元维持PR万宝01和PR万宝02信用等级均为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	46,213.10	16,129.14	38,109.21
应收账款	134,617.62	257,398.01	210,774.60
其他应收款（合计）	172,942.12	219,317.79	114,895.10
存货	817,760.10	762,698.58	699,997.50
其他非流动资产	15,740.64	52,041.67	50,291.67
资产总计	1,211,459.42	1,327,449.96	1,196,676.62
短期借款	26,290.00	26,690.00	12,000.00
应付账款	6,427.20	18,095.62	5,444.32
其他应付款（合计）	31,225.67	29,312.77	28,880.47
一年内到期的非流动负债	82,175.27	82,137.86	24,965.92
长期借款	127,448.40	139,504.50	61,800.00
应付债券	153,553.20	119,392.26	149,154.71
长期应付款（合计）	149,130.44	299,911.03	320,900.12
负债合计	585,633.52	719,467.47	606,135.62
有息债务	538,597.31	667,635.65	568,820.75
所有者权益	625,825.90	607,982.49	590,541.00
营业收入	50,613.87	50,119.82	46,281.58
其他收益	11,967.00	7,569.00	1,563.00
营业利润	17,762.47	11,797.32	7,835.52
营业外收入	0.00	5,600.00	10,001.00
利润总额	17,747.41	17,392.49	17,829.64
经营活动产生的现金流量净额	1,861.54	5,092.24	-110,576.39
投资活动产生的现金流量净额	39,565.75	-104,219.99	-50,000.20
筹资活动产生的现金流量净额	-20,346.05	72,147.69	91,821.98
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.61%	15.21%	17.61%
收现比	0.31	0.10	0.86
产权比率	93.58%	118.34%	102.64%
资产负债率	48.34%	54.20%	50.65%
现金短期债务比	0.43	0.15	1.04
EBITDA（万元）	18,046.27	17,534.02	18,087.29
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85	0.73
有息债务/EBITDA	29.85	38.08	31.45

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主要业务
娄底市山泉农业科技发展有限公司	2,600.00	100.00%	农业产业化、基础设施建设等
娄底仙女寨文化旅游开发投资有限公司	20,000.00	51.00%	文化旅游产业投资等
娄底市万宝新区创业投资有限公司	10,000.00	100.00%	创业投资等
湖南链城私募股权基金管理有限公司	200.00	52.00%	受托管理私募股权基金等

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
现金短期债务比	现金类资产/ (短期借款+一年内到期的非流动负债)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。