信用等级公告

联合〔2020〕3312 号

联合资信评估有限公司通过对永州市经济建设投资发展集团有限责任公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持永州市经济建设投资发展集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“16 永州经投债/PR 永经投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月二十五日

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

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
16永州经投债/PR永经投	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16永州经投债/PR永经投	13.00亿元	7.80亿元	2023/01/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020年8月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评价结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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

评级观点

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司（以下简称“公司”）是湖南省永州市滨江新城唯一的基础设施项目投融资及建设主体，具有区域垄断优势。跟踪期内，公司继续得到政府在政府补助和资产注入等方面的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到，跟踪期内，公司资产流动性较弱、收入实现质量差及存在较大筹资压力等因素对其信用水平可能带来不利影响。

公司基础设施项目、重点项目和安置房建设的不断推进对公司未来发展形成有力支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16永州经投债/PR永经投”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，其担保能显著提升“16永州经投债/PR永经投”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16永州经投债/PR永经投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司发展的外部环境良好。**2019年，永州市实现地区生产总值2016.86亿元，同比增长7.10%；实现一般公共预算收入124.40亿元，同比增长5.30%。
2. **获得政府支持力度大。**跟踪期内，公司作为永州市滨江新城唯一的基础设施项目投融资及建设主体，继续得到政府在政府补助和资产注入等方面的支持。
3. **外部担保提升了“16永州经投债/PR永经投”本息偿付的安全性。**中合担保担保实

分析师： 马玉丹　汪宜徽　章　进

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

传真： 010-85679228

地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址： www.lhratings.com

力很强，其担保显著提升了“16永州经投债/PR永经投”本息偿付的安全性。

关注

1. **资产质量一般。**2019 年底，公司资产中土地、林权类资产占比大，且应收类款项规模较大，对公司资金占用明显，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. **公司经营性现金流呈现较大规模净流出。**2019 年，公司现金收入比为 41.02%，收入实现质量差，同时往来款支出 6.61 亿元，经营活动现金净流出 8.63 亿元。
3. **存在较大筹资压力。**公司工程建设业务在建项目尚需投资 8.88 亿元，拟建项目尚需投资 36.39 亿元。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	20.53	15.81	3.78
资产总额（亿元）	115.88	117.63	145.72
所有者权益（亿元）	55.46	57.48	82.92
短期债务（亿元）	0.20	3.17	4.56
长期债务（亿元）	52.09	48.33	47.52
全部债务（亿元）	52.29	51.50	52.08
营业收入（亿元）	8.09	7.13	7.25
利润总额（亿元）	1.18	1.08	1.21
EBITDA(亿元)	2.32	2.76	2.76
经营性净现金流（亿元）	-13.91	0.10	-8.63
现金收入比（%）	44.70	44.92	41.02
营业利润率（%）	16.67	15.63	15.72
净资产收益率(%)	2.13	1.87	1.46
资产负债率(%)	52.14	51.13	43.10
全部债务资本化比率(%)	48.53	47.25	38.58
流动比率(%)	1374.71	974.33	1114.09
速动比率(%)	649.28	436.46	406.59
经营现金流动负债比(%)	-167.01	0.87	-70.09
现金短期债务比(倍)	102.63	4.98	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	0.72	0.78	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	22.57	18.69	18.90
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	101.91	97.22	115.99
所有者权益(亿元)	45.45	48.90	63.72
全部债务(亿元)	39.59	39.00	43.62
营业收入(亿元)	0.00	2.43	2.66
利润总额(亿元)	0.42	2.51	0.20

资产负债率(%)	55.41	49.70	45.07
全部债务资本化比率(%)	46.56	44.37	40.64
流动比率(%)	537.62	680.92	672.46
经营现金流动负债比(%)	-80.89	27.09	-62.23

注：长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 永州经投债/PR 永经投	AAA	AA	稳定	2019.06.21	马玉丹 何光美 章进	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 永州经投债/PR 永经投	AAA	AA	稳定	2015.09.21	霍焰 熊睿哲	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由永州市经济建设投资发展集团有限责任公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司
2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于永州市经济建设投资发展集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司经营范围和股东均未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，永州市人民政府是公司唯一股东和实际控制人。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 11 家，公司本部内设办公室、人力资源部、投融资部、资产经营部、法务合约部、工程管理部、计划财务部、内控审计部、征地拆迁部和纪检监察部共 10 个职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 145.72 亿元，所有者权益 82.92 亿元；2019 年，公司实现营业收入 7.25 亿元，利润总额 1.21 亿元。

公司注册地址：湖南永州市冷水滩区河东 1511 工程地面指挥中心大楼 7 楼；法定代表人：胡勇刚。

三、存续债券及其募投资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券“16 永州经投债/PR 永经投”（以下简称“本期债券”）债券余额 7.80 亿元。详情见表 1。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 永州经投债/PR 永经投	7.80	2016/01/14	7 年	3.55

资料来源：联合资信综合整理

公司于 2016 年 1 月发行了 13 亿元“16 永州经投债/PR 永经投”，期限为 7 年，在债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20%偿还本金。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息，并偿还本金 2.60 亿元。

截至 2019 年底，“16 永州经投债/PR 永经投”募集资金已按计划使用完毕，其中 8.80 亿元用于募投项目建设，4.20 亿元用于补充流动资金。募集资金使用情况如下。

表 2　2019 年底“16 永州经投债/PR 永经投”募集资金使用情况（单位：亿元、%）

项　目	计划总投资	项目开工时间	工程进度	截至 2019 年底已投资金额	拟使用募集资金规模	募集资金实际已使用金额	预计完工时间
曲河安置小区	9.09	2015	75.13	6.83	3.30	3.30	2021 年
华盟•湘南万商红（国际）商贸物流中心安置小区	2.10	2016	91.43	1.92	1.25	1.25	2020 年
巴洲安置小区	1.60	2016	100	1.60	0.95	0.95	2019 年
永州市首期快速公交工程项目	8.20	2016	100	8.20	3.30	3.30	2020 年
补充流动资金	--	--	--	--	4.20	4.20	--
合计	**20.99**	**--**	**--**	**18.55**	**13.00**	**13.00**	**--**

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 3　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减

少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降

7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以

投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城

投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，永州市经济稳步发展，固定资产投资增速较快，财政实力有所增强，但财政自给率较低。

根据《永州市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年永州市实现地区生产总值2016.86亿元，增长7.10%。按常住人口计算，2019年永州市人均生产总值3.70万元，增长

7.40%。

从产业结构来看，2019年永州市第一产业增加值350.33亿元，增长3.30%；第二产业增加值625.97亿元，增长7.70%；第三产业增加值1040.56亿元，增长7.80%。三次产业结构比重由2018年的16.4：33.7：49.9调整为17.4：31.0：51.6。

从固定资产投资来看，2019年永州市固定资产投资同比增长10.00%。分投资方向来看，工业投资增长27.40%，民生投资增长18.10%，生态投资下降25.50%，基础设施投资下降11.20%，高新技术产业投资增长57.20%，工业技改投资增长29.70%。2019年，永州市房地产开发投资增长14.40%，商品房销售面积680.27万平方米，下降4.60%，商品房销售额308.71亿元，增长16.90%。

根据《关于永州市2019年财政预算执行情况与2020年市本级财政预算（草案）的报告》，2019年永州市实现地方一般公共预算收入124.40亿元，增长5.30%，一般公共预算支出为496.00亿元，财政自给率为38.21%，自给程度较低；税收收入为85.21亿元，增长6.60%，占一般公共预算收入的44.97%。2019年，政府性基金总收入36.62亿元，政府性基金总支出36.21亿元，收支相抵结余0.41亿元。

2019年底，永州市政府债务限额为420.50亿元，政府债务余额为417.08亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到政府在政府补助和资产注入等方面的支持。

公司是永州市滨江新城唯一的基础设施项目投融资及建设主体，主要负责滨江新城的基础设施建设、土地整理和保障房建设等业务。永州市另外两家城投企业分别为永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“永州城建”）和永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“零陵城建”），永州城建主要负责冷水滩区内的项目开发，零陵城建主要负责零陵区内的土地开发整理、基础设施建设和城市供水等业务。三家公司在业务区域上有明显划分。

2019年，公司收到政府补助合计1.87亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”中。2019年，永州市人民政府向公司无偿划转永州市金洞生态旅游发展有限公司（以下简称“金洞旅游[1]”）及其两家子公司100%股权，增加资本公积16.00亿元；向公司子公司顺达住房投资建设有限公司注入经营性房地产和12宗土地（面积15.44万平方米，评估价值6.57亿元，主要为城镇住宅及商服用地），合计增加资本公积8.22亿元。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4311000000399966），截止2020年7月31日，公司无未结清及已结清的不良或关注类信贷记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员中 1 名副总经理发生变更，除上述变动外，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无其他变化。

八、经营分析

1.经营概况

跟踪期内，公司营业收入略有增长，其中工程代建收入大幅增长，未实现土地整理收入，毛利率保持相对稳定。

2019 年，公司实现营业收入 7.25 亿元，同比略有增长。从收入构成看，2019 年公司收入主要来自工程项目代建收入，为 7.22 亿元，同比增长 69.58%，主要系中心城区建设项目结算所致；受地区发展规划和市场行情影响，公司未实现土地整理收入，该业务板块收入波动较大。

[1]金洞旅游主要从事旅游资源开发与经营管理，截至 2019 年底，公司资产总额 19.72 亿元，所有者权益 16.00 亿元；2019 年，公司实现营业收入 384.17 万元，利润总额-4.55 万元。

2019 年，公司工程代建业务毛利率基本稳定，为 20.00%；公司综合毛利率为 20.11%，较 2018 年变化不大。

表5　2018—2019年公司营业收入构成和毛利率情况

（单位：万元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政工程代建	42567.23	20.00	72182.18	20.00
土地开发整理	28696.41	20.00	0.00	0.00
渣土运输收入	0.00	0.00	198.67	39.25
其他业务	29.52	9.55	74.22	175.38
合计	**71293.16**	**20.00**	**72455.06**	**20.11**

资料来源：公司审计报告
注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

2.业务经营分析

（1）工程项目建设

跟踪期内，公司工程代建业务稳步发展，在建及拟建项目投资规模较大，存在较大的对外筹资压力。

根据永州市人民政府下发的永政函〔2010〕241 号《关于由永州市顺达基础设施建设有限公司（公司前身）承建基础设施项目有关事宜的决定》，自 2010 年起，由公司及子公司承建的市政建设项目按年度完成情况确认并结算支付工程款项。永州市政府授权永州市财政局给予公司 20%的成本加成比例作为项目建设管理费，公司将此确认为毛利润。但实际政府拨付的基础设施项目工程款存在一定时间的滞后。

2019 年，公司实现工程建设收入 7.22 亿元，主要来源于中心城区项目建设工程、永州大道后续配套工程、万商红安置小区建设工程、永州大道联城段建设工程和巴州安置小区建设等工程结算，实际收到回款 2.94 亿元。

表6　2019年公司确认收入的工程施工项目明细

（单位：亿元、%）

项目名称	确认收入	确认成本	加成比例
中心城区项目建设工程	3.73	3.11	20
永州大道后续配套工程	1.99	1.66	20
万商红安置小区建设工程	0.67	0.56	20
永州大道联城段建设工程	0.35	0.30	20
巴州安置小区建设工程	0.22	0.19	20
其他零星项目工程	0.25	0.21	20
合计	**7.22**	**6.02**	--

资料来源：公司提供

公司在建的工程项目主要有滨江新城道路建设、两中心、滨江新城安置小区和华侨城片区路网等，合计总投资金额 42.85 亿元，截至 2019 年底已投资金额 33.97 亿元，尚需投资 8.88 亿元，其中 2020 年计划投资 6.81 亿元。

公司拟建的工程项目主要包括永州市湘江流域生态综合治理项目（滨江新城段）、宝方寺公园等，合计总投资金额 36.39 亿元，截至 2019 年底公司正进行项目前期工作，尚未进行实际投资，2020 年计划投资 6.08 亿元。

表 7　截至 2019 年底公司在建工程项目明细（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	施工进度	已投金额	计划投资金额	
				2020 年	2021 年
滨江新城道路建设	120000	97.27	116725	3275	0
两中心	120570	86.51	104310	12260	4000
滨江新城安置小区	167960	67.05	112620	42524	12816
华侨城片区路网	20000	30.00	6000	10000	4000
合计	**428530**	--	**339655**	**68059**	**20816**

资料来源：公司提供

伴随着滨江新城内城镇化进程的加快，公司承建的基础设施项目将逐渐增多，资金投入

将逐步增加。同时，在永州市政府的大力支持下，公司还承建了部分安置房项目。公司承建的安置房项目采用委托代建模式，但尚未签署协议。项目竣工验收后，除安置房外，多余的公寓、商铺、停车位可实现出售，进行资金平衡。

公司目前在建安置房项目为巴州安置小区、万商红安置小区、曲河安置小区和阳甸安置小区，总投资金额合计16.79亿元，截至2019年底已投资金额11.26亿元，尚需投资5.53亿元，其中2020年计划投资4.25亿元。其中，巴州安置小区和万商红安置小区已基本完工。

表8　截至2019年底公司在建的安置房项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	计划投资金额	
			2020 年	2021 年
巴州安置小区	1.60	1.60	--	--
万商红安置小区	2.10	2.10	--	--
曲河安置小区	9.09	6.83	1.58	0.68
阳甸安置小区	4.00	0.73	2.67	0.60
合计	**16.79**	**11.26**	**4.25**	**1.28**

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

跟踪期内，公司未实现土地整理收入，土地整理业务收入存在不确定性。

公司受永州市政府委托，从事滨江新城区域内土地开发整理。之前的业务模式为土地达到招拍挂标准后，由永州市国土局挂牌出让，缴纳的土地出让金在扣除相关应缴税、规费后全额返还给公司。公司将返还的资金确认为土地整理开发收入。从 2018 年起业务模式为永州市财政局按照土地开发整理成本加成 20%向公司支付款项。公司土地开发整理业务与工程项目建设业务模式基本一致。

2019 年，公司未实现土地整理收入，主要由于土地整理业务的周期较长，本年未有相关项目达到确认收入的条件。

公司在实施的土地整理项目总投资 15.00 亿元，截至 2019 年底，已完成投资 2.39 亿元，累计整理面积 73.6 万平方米，2020—2022 年拟投资金额分别为 1.50 亿元、1.80 亿元和 1.20 亿元。

3. 未来发展

未来公司坚持把零冷联城作为提升中心城市首位度的关键，突出项目建设、债务化解、公司转型三个中心工作重点。项目建设方面，公司将围绕零冷两区融城、做大做强中心城市，大力推动滨江新城开发建设，加快完善市政基础设施和公共文化设施，重点推进永州华侨城卡乐文化旅游项目、滨江新城文旅综合体、永州市湘江流域生态综合治理等重大产业项目建设；债务化解方面，公司将积极利用存量资金、土地出让收入、经营收入和贷款展期等措施“坚决遏制隐性债务增量、稳妥化解隐性债务存量”；公司转型方面，公司以文旅、生态治理、能源等重大项目建设为核心，积极开拓新兴业务，深入推进公司转型。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司有纳入合并范围内子公司 11 家，其中通过投资设立方式新增 3 家子公司，通过无偿划转并入方式新增 3 家子公司，注销 2 家子公司，划出 1 家子公司。由于划入的金洞旅游规模较大，财务数据可比性一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 145.72 亿元，所有者权益 82.92 亿元；2019 年，公司实现营业总收入 7.25 亿元，利润总额 1.21 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受政府划入股权、注入资产影响，公司资产规模大幅增长，资产构成仍以流动资产为主；资产中土地、林权及项目投入占比大，应收类账款对公司资金占用明显；公司

资产流动性弱。

2019 年底，公司资产总额 145.72 亿元，较 2018 年底增长 23.88%，其中，流动资产占 94.15%，非流动资产占 5.85%。公司资产仍以流动资产为主。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.81	13.44	3.78	2.59
应收账款	24.44	20.78	28.72	19.71
其他应收款	8.73	7.42	14.75	10.12
存货	63.56	54.04	87.13	59.79
流动资产	**115.14**	**97.89**	**137.19**	**94.15**
非流动资产	**2.49**	**2.11**	**8.52**	**5.85**
资产合计	**117.63**	**100.00**	**145.72**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 137.19 亿元，较 2018 年底增长 19.15%，主要系存货和应收类款项增长所致；公司流动资产主要由存货（占 63.51%）、应收账款（占 20.93%）和其他应收款（占 10.75%）构成。

2019 年底，公司货币资金 3.78 亿元，较 2018 年底下降 76.10%，主要系支付工程款所致，公司货币资金全部为银行存款和库存现金，无受限资金。

2019 年底，公司应收账款 28.72 亿元，较 2018 年底增长 17.51%，主要为应收永州市财政局的款项（占 99.93%）。

2019 年底，公司其他应收款 14.75 亿元，较 2018 年底增长 68.91%，主要系往来款增加所致，从集中度看，前五名单位占公司其他应收款余额的 86.17%，集中度高。公司其他应收款主要为应收当地国企和事业单位的往来款，回收风险较低，但回款周期存在一定的不确定性。

表 10　2019 年底其他应收款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
永州市新兴农村基础设施建设有限责任公司	4.68	31.60	往来款
永州市滨江实业发展有限公司	3.12	21.04	往来款
永州市交通建设投资有限公司	3.16	21.35	往来款
永州市土地储备中心	1.31	8.86	土地款
永州市经投能源有限责任公司	0.49	3.32	往来款
合计	**12.76**	**86.17**	**--**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货 87.13 亿元，较 2018 年底增长 37.07%，主要系企业合并新增林权资产 16.11 亿元和政府注入经营性土地所致；存货主要由土地资产（占 51.03%）、代建项目及土地整理成本（占 30.46%）和林权资产（占 18.49%）构成，公司未对存货计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 8.52 亿元，较 2018 年底增长 242.92%，公司非流动资产主要由固定资产（占 51.40%）、长期应收款（占 23.75%）和长期股权投资（占 15.24%）构成。其中，固定资产 4.38 亿元，较 2018 年底增加 3.14 亿元，主要系政府注入经营性房地产所致；新增长期应收款 2.02 亿元，主要系企业合并增加的异地扶贫项目款；长期股权投资 1.30 亿元，全部为对联营企业的投资。

截至 2019 年底，公司受限资产 6.42 亿元，为用于借款和担保抵押的土地，受限比率为 7.75%。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，以资本公积为主；公司债务以长期债务为主，受权益规模扩大影响，债务负担有所下降。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 82.92 亿元，较 2018 年底增长 44.25%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益主要由资本公积（占 72.08%）、实收资本（占 14.47%）和未分配利润（占 12.77%）构成。

2019 年底，公司资本公积 59.77 亿元，较 2018 年底增长 68.15%，主要系政府无偿转入金洞旅游 100%股权和注入土地、经营性房地产所

致。

负债

2019 年底，公司负债总额 62.80 亿元，较 2018 年底增长 4.41%，主要系应付债券增加所致。其中，流动负债占 19.61%，非流动负债占 80.39%，公司负债仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 12.31 亿元，较 2018 年底增长 4.21%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 62.59%）和一年内到期的非流动负债（占 37.03%）构成。

2019 年底，公司其他应付款 7.71 亿元，较 2018 年底下降 10.39%，主要系还清债务置换款项所致。其他应付款主要包括往来款和保证金，金额较大的单位为永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司、永州市景盛置业发展有限公司和永州市物华置业开发有限公司。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.56 亿元，较 2018 年底增长 43.68%，主要为一年内到期的长期借款。

2019 年底，公司非流动负债 50.48 亿元，较 2018 年底增长 4.46%。公司非流动负债主要由应付债券（占 42.03%）、长期应付款（占 31.83%）和长期借款（占 26.14%）构成。

2019 年底，公司长期借款 13.20 亿元，较 2018 年底下降 27.83%，主要由抵押及质押借款和信用借款构成。

2019 年底，公司应付债券 21.22 亿元，较 2018 年底增长 58.89%，主要系发行“19 永州经投 PPN001”和“19 湘永州建投 ZR001”所致。

2019 年底，公司长期应付款 16.07 亿元，较 2018 年底下降 3.70%，主要系融资租赁款减少所致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 52.08 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，短期债务占 8.75%，长期债务占 91.25%。2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.10%、38.58%和 36.43%，较 2018 年底分别下降 8.04 个百分点、8.68 个百分点和 9.24 个百分点。

2020—2022 年，公司需偿还的有息债务分别为 4.56 亿元、10.65 亿元和 11.02 亿元，2021 年、2022 年到期规模相对集中。

表 11　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
短期债务	3.17	4.56
长期债务	48.33	47.52
全部债务	51.50	52.08
长期债务资本化比率	45.67	36.43
全部债务资本化比率	47.25	38.58
资产负债率	51.13	43.10

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定，利润总额有所增长，利润总额对政府补助依赖程度高。

2019 年，公司实现营业收入 7.25 亿元，营业成本 6.03 亿元，同比变化不大。2019 年，公司营业利润率为 15.72%，较 2018 年提高 0.09 个百分点。

2019 年，公司期间费用 1.85 亿元，同比变化不大；从构成看，财务费用占 80.71%，管理费用占 19.29%。同期，公司期间费用率为 25.47%，较上年下降 0.09 个百分点。

2019 年，公司收到政府补助 1.87 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”中；同期，公司实现利润总额 1.21 亿元，同比增长 12.89%，利润总额对政府补助依赖程度高。

2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.02%和 1.46%，同比分别下降 0.49 个百分点和 0.41 个百分点。

表 12　公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年
营业收入	7.13	7.25
期间费用	1.82	1.85
其他收益	1.79	1.37

营业外收入	0.00	0.50
利润总额	1.08	1.21
营业利润率	15.63	15.72
总资本收益率	2.51	2.02
净资产收益率	1.87	1.46

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量差，经营活动现金流大额净流出；目前，公司在建拟建项目资金需求较大，存在较大的对外融资需求。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入量为 4.87 亿元，同比下降 37.09%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 2.97 亿元，系代建业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 1.90 亿元，主要是政府补贴收入。同期，公司经营活动现金流出量为 13.50 亿元，同比增长 76.68%，主要系往来款支出增加所致；其中购买商品、接受劳务支付的现金 6.61 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 6.61 亿元，主要是往来款支出。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为-8.63 亿元，公司现金收入比为 41.02%，收入实现质量差。

投资活动方面，2019 年，公司投资规模较小，投资活动产生的现金流量净额为-0.16 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 11.35 亿元，同比增长 279.64%，主要系发行债券和债权融资计划融资；筹资活动现金流出量为 14.59 亿元，同比增长 104.38%，构成以偿还债务本息支付的现金为主。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.24 亿元。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	7.75	4.87
经营活动现金流出量	7.64	13.50
经营活动现金净流量	0.10	-8.63
投资活动现金净流量	-0.67	-0.16
筹资活动现金净流量	-4.15	-3.24
现金收入比	44.92	41.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司作为永州市滨江新城唯一的基础设施项目投融资及建设主体，跟踪期内持续获得当地政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率与速动比率分别为 1114.09%和 406.59%，较 2018 年底分别上升 139.76 个百分点和下降 29.87 个百分点。2019 年，公司经营活动现金净流量为负，对流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.83 倍。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.76 亿元，同比变化不大。2019 年，公司全部债务/EBITDA 为 18.90 倍，EBITDA 利息倍数为 0.82 倍。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 13.80 亿元，担保比率为 16.64%，被担保企业为永州城建、永州市开发建设投资有限公司和永州市保安服务有限公司，均为当地国企，且经营情况良好，公司或有负债风险可控。

表 14　截至 2019 年底公司对外担保明细

（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保余额
永州市城市建设投资发展有限责任公司	国有企业	115000.00
永州市开发建设投资有限公司	国有企业	20000.00
永州市保安服务有限公司	国有企业	3000.00
合计	--	**138000.00**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度合计 22.62 亿元，剩余授信额度为 0.96 亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司资产和权益主要来自母公司，收入和利润主要来自子公司。跟踪期内，母公司权益规模大幅增长，整体负债水平一般。

2019 年底，母公司资产总额 115.99 亿元，较上年底增长 19.31%，主要系政府无偿转入金洞旅游 100%股权所致。其中，流动资产 87.75 亿元（占 75.65%），非流动资产 28.24 亿元（占 24.35%），以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 54.74%）和存货（占 40.51%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 94.82%）构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 63.72 亿元，较上年底增长 30.32%。其中，实收资本 12.00 亿元（占 18.83%）、资本公积 45.85 亿元（占 71.96%）、未分配利润 5.30 亿元（占 8.32%）、盈余公积 0.57 亿元（占 0.89%）。

2019 年底，母公司负债总额 52.27 亿元，较上年底增长 8.18%。其中，流动负债 13.05 亿元（占 24.96%），非流动负债 39.22 亿元（占 75.04%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 66.18%）和一年内到期的非流动负债（占 33.72%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 32.88%）、应付债券（占 54.10%）和长期应付款（占 13.02%）构成。2019 年底，母公司资产负债率为 45.07%，较 2018 年下降 4.64 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 2.66 亿元，同比增长 9.78%，利润总额为 0.20 亿元。

十、存续期债券偿还能力分析

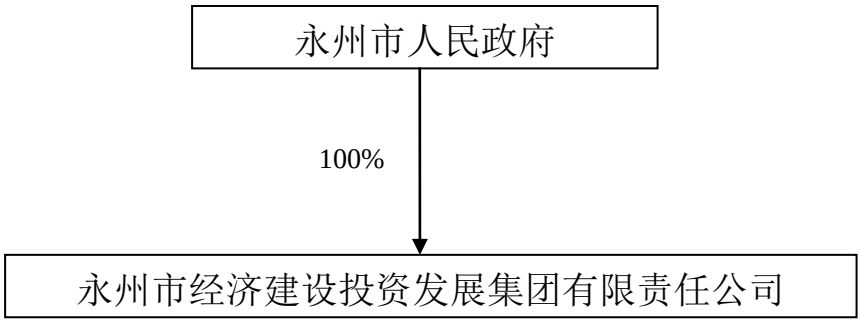
截至2019年底，公司由联合资信所评存续债券“16永州经投债/PR永经投”余额7.80亿元。“16永州经投债/PR永经投”设有分期偿付条款，在债券存续期第3至7年每年偿付20%本金，即2.60亿元。2019年，公司EBITDA为2.76亿元，是“16永州经投债/PR永经投”债券余额7.80亿元的0.35倍，为分期偿付金额2.60亿元的1.06倍。公司经营活动现金流入量为4.87亿元，是“16永州经投债/PR永经投”债券余额7.80亿元的0.62倍，为分期偿付金额2.60亿元的1.87倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对上述债券余额和分期偿付金额的保障能力一般。

此外，“16永州经投债/PR永经投”由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“16永州经投债/PR永经投”本息偿付的安全性。

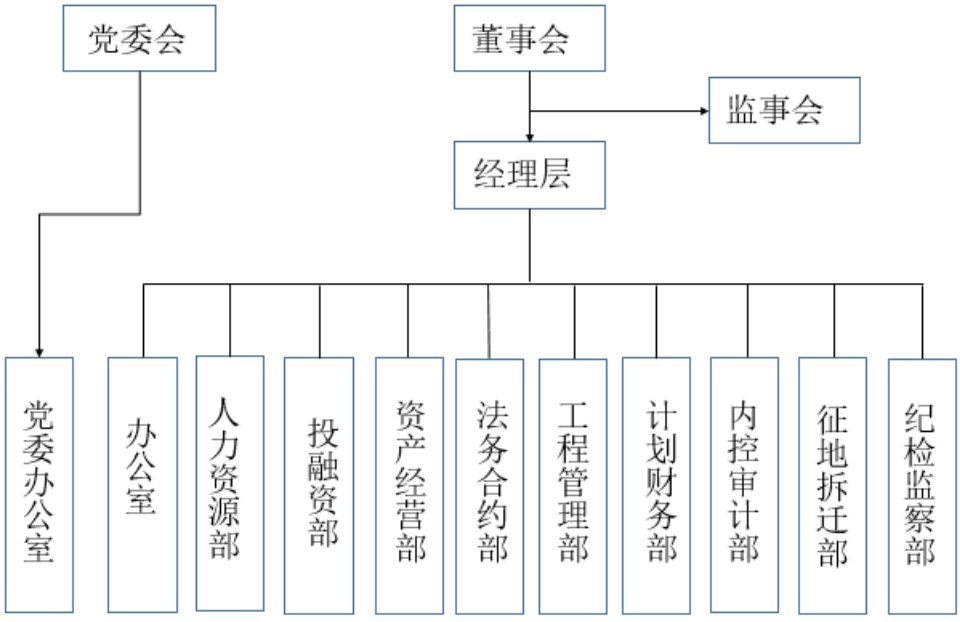
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 永州经投债/PR 永经投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年底公司子公司情况

名称	注册资本	业务性质	持股比例	取得方式
永州市滨江新城投资建设有限公司	10000.00	市政基础设施建设和建设用地整理开发	100.00	政府划拨
永州市顺达住房投资建设有限公司	10510.00	保障性住房建设	100.00	政府划拨
永州市顺发投资建设有限责任公司	58227.30	市政与交通基础设施项目建设	100.00	出资设立
永州市机场建设投资开发有限公司	20000.00	零陵机场搬迁建设投资	100.00	出资设立
永州市文旅投发展有限责任公司	50000.00	文化旅游产业项目投资	100.00	出资设立
永州市经投渣土运输有限责任公司	3000.00	普通货运、渣土、沙卵石运输信息咨询服务	100.00	出资设立
永州市经投混凝土搅拌有限责任公司	3000.00	商品混凝土、预拌砂浆、稳定土、沥青混凝土生产及销售	100.00	出资设立
永州市金洞生态旅游发展有限公司	10000.00	旅游资源开发与经营管理	100.00	政府划拨
永州市金湘河湖治理工程建筑有限公司	1000.00	河湖治理工程建筑和河道疏浚清理	100.00	政府划拨
永州市森宝生物科技有限公司	500.00	黄精种植技术开发与推广	70.00	政府划拨
永州市潇湘能源有限责任公司	4000.00	天然气工程项目投资	100.00	出资设立

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.53	15.81	3.78
资产总额(亿元)	115.88	117.63	145.72
所有者权益(亿元)	55.46	57.48	82.92
短期债务(亿元)	0.20	3.17	4.56
长期债务(亿元)	52.09	48.33	47.52
全部债务(亿元)	52.29	51.50	52.08
营业收入(亿元)	8.09	7.13	7.25
利润总额(亿元)	1.18	1.08	1.21
EBITDA(亿元)	2.32	2.76	2.76
经营性净现金流(亿元)	-13.91	0.10	-8.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.44	0.32	0.27
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06
现金收入比(%)	44.70	44.92	41.02
营业利润率(%)	16.67	15.63	15.72
总资本收益率(%)	2.13	2.51	2.02
净资产收益率(%)	2.13	1.87	1.46
长期债务资本化比率(%)	48.43	45.67	36.43
全部债务资本化比率(%)	48.53	47.25	38.58
资产负债率(%)	52.14	51.13	43.10
流动比率(%)	1374.71	974.33	1114.09
速动比率(%)	649.28	436.46	406.59
经营现金流动负债比(%)	-167.01	0.87	-70.09
现金短期债务比（倍）	102.63	4.98	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	0.72	0.78	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	22.57	18.69	18.90

注：长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.72	9.38	2.71
资产总额(亿元)	101.91	97.22	115.99
所有者权益(亿元)	45.45	48.90	63.72
短期债务(亿元)	0.00	3.17	4.40
长期债务(亿元)	39.59	35.83	39.22
全部债务(亿元)	39.59	39.00	43.62
营业收入(亿元)	0.00	2.43	2.66
利润总额(亿元)	0.42	2.51	0.20
EBITDA(亿元)	0.99	3.43	1.14
经营性净现金流(亿元)	-13.65	3.38	-8.12
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.00	1.60	1.81
存货周转次数(次)	0.00	0.06	0.06
总资产周转次数(次)	0.00	0.02	0.02
现金收入比(%)	*	131.88	110.58
营业利润率(%)	*	13.62	13.89
总资本收益率(%)	1.16	3.90	1.05
净资产收益率(%)	0.93	5.13	0.32
长期债务资本化比率(%)	46.56	42.29	38.10
全部债务资本化比率(%)	46.56	44.37	40.64
资产负债率(%)	55.41	49.70	45.07
流动比率(%)	537.62	680.92	672.46
速动比率(%)	321.88	389.60	400.01
经营现金流动负债比(%)	-80.89	27.09	-62.23
现金短期债务比（倍）	*	2.96	0.62
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	1.40	0.46
全部债务/EBITDA(倍)	39.90	11.37	38.28

注：长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算；部分指标计算时分母为0，以*表示

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1)2 年数据：增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 6-1　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 6-2　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 6-3　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

中合中小企业融资担保股份有限公司
2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　2019 年末公司股东及持股情况　单位：%

股　东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保

余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。