信用等级公告

联合[2018] 1452 号

联合资信评估有限公司通过对邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 邵阳湘商项目债”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十九日

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

邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司
跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 邵阳湘商项目债	15 亿元	2026/7/4	AA	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 29 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	6.62	10.90	9.42
资产总额(亿元)	86.46	196.31	221.53
所有者权益(亿元)	53.71	121.97	123.23
短期债务（亿元）	5.23	8.51	14.11
长期债务(亿元)	14.85	39.78	46.39
全部债务(亿元)	20.07	48.29	60.50
营业收入(亿元)	3.47	4.38	4.98
利润总额(亿元)	1.53	1.05	1.26
EBITDA(亿元)	1.66	1.13	1.44
经营性净现金流(亿元)	-1.50	-10.51	-13.74
营业利润率(%)	23.28	14.31	10.87
净资产收益率(%)	2.85	0.86	1.02
资产负债率(%)	37.87	37.87	44.37
全部债务资本化比率(%)	27.21	28.36	32.93
流动比率(%)	491.54	1093.42	896.48
经营现金流动负债比(%)	-9.44	-61.51	-61.52
全部债务/EBITDA(倍)	12.06	42.90	41.88

分析师

兰 迪　王 康

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

评级观点

跟踪期内，邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）作为邵阳经济开发区重要的土地开发和基础设施建设主体，获得一定的外部支持。跟踪期内，公司营业收入有所增长，盈利能力略有提升，整体偿债风险较小。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司整体资产流动性及盈利能力较弱、债务规模快速增长、未来投资规模大及经营性净现金流持续为负等因素为公司经营带来的不利影响。

随着邵阳市及邵阳经济开发区的发展，公司外部经营环境持续向好；公司土地整理业务总量较大，对未来收入规模起到一定支撑作用。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16邵阳湘商项目债”设置了分期偿还本金安排，有效缓解集中偿付压力。同时邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“差额补偿人”或“邵阳城投”）为“16邵阳湘商项目债”承担差额补偿责任。联合资信评定邵阳城投主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“16邵阳湘商项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是邵阳经济开发区重要的土地开发和基础设施建设主体。跟踪期内，公司获得了一定的外部支持。
2. “16 邵阳湘商项目债”设置了分期偿还本金安排，有效缓解集中偿付压力。
3. 邵阳城投为“16 邵阳湘商项目债”承担差额补偿责任，一定程度上加强了“16 邵阳

湘商项目债”的偿付安全性。

关注

1. “16 邵阳湘商项目债”募投项目投资规模已超出预算，需持续关注募投项目的实际进展及未来收益情况。
2. 公司资产中存货以及应收类款项占比大，流动性较弱，整体资产质量一般。
3. 公司利润总额对政府补助依赖性强，整体盈利能力较弱。
4. 公司在建及拟建项目待投资规模较大，公司面临较大的投资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司（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。

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。

邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为邵阳市国资委。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 5.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司仍为邵阳经济开发区重要的土地开发和基础设施建设主体。截至2018年3月底，公司内设工程部、综合部、财务部、合约部、总工室、融资部和投资经营部7个职能部门；公司拥有合并范围一级子公司3家。

截至2017年底，公司合并资产总额221.53亿元，所有者权益合计123.23亿元。2017年公司实现营业收入4.98亿元，利润总额1.26亿元。

公司注册地址：湖南省邵阳市双清区邵阳大道旁宝庆工业集中区主孵化楼。法定代表人：石世伟。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评的“16邵阳湘商项目债”尚需偿还债券余额15.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16邵阳湘商项目债”的债券利息。公司在“16邵阳湘商项目债”存续期的第3~10个计息年度分别按照发行总额的7.5%、10%、10%、12.5%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金。

“16邵阳湘商项目债”募投项目为宝庆工业集中区湘商产业园（一期），公司计划自建厂房、办公楼对外出租或出售。

截至2018年3月底，“16邵阳湘商项目债”募集资金已全部使用，并且募投项目已完成之前的预计总投资22.63亿元。目前项目完成用地范围内用地的“五通一平”、部分标准厂房建设和研发中心建设，尚未全部竣工。

由于征地拆迁成本提高，材料、人工成本上升，以及公司根据市场变化提高了对标准厂房的建设标准，募投项目总投资在之前22.63亿元的基础上，预计增加7~8亿元左右。后续标准厂房及配套设施的投入将通过自筹予以解决。截至2018年3月底，募投项目整体完工量74%左右。

截至2018年3月底，募投项目已开始引进企业进驻，尚未产生收益。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 邵阳湘商项目债	15	15	2016/7/4	10 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　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，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。

2. 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。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	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
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融

		市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。

4. 区域经济

公司是邵阳经济开发区重要的土地开发和基础设施建设主体，主要负责邵阳经济开发区基础设施建设和土地开发业务。邵阳市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

2017 年，邵阳经济持续增长，产业结构不断优化，工业增加值以及固定资产投资保持增长，为公司创造了良好的外部环境。

2017 年，邵阳市完成地区生产总值 1691.50 亿元，比上年增长 8.1%。三次产业结构由上年的 21.5∶35.2∶43.3 调整为 19.7∶35.2∶45.1。

2017 年，邵阳市全部工业实现增加值 497.21 亿元，比上年增长 6.8%，占 GDP 的比重为 29.4%，对 GDP 增长的贡献率为 25.88%。全市完成固定资产投资（500 万元以上项目）1840.1 亿元，增长 13.1%。第一产业完成投资额 203.20 亿元，增长 7.9%，第二产业完成投资额 602.34 亿元，下降 0.1%，第三产业完成投资额 1034.56 亿元，增长 23.7%。

邵阳经济开发区是邵阳新城的产业核心板块。园区重点发展先进装备制造业、食品医药业、轻纺加工业等主导产业，辅以现代物流、汽车商贸等产业。目前，邵阳经济开发区正在

申报国家级经济开发区。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为邵阳市国资委。

2. 外部支持

邵阳市国资委是公司实际控制人，2017年邵阳市一般预算收入略有增长，邵阳市财政自给能力很弱。跟踪期内，当地政府继续给予了公司财政补贴支持。

根据《邵阳市2017年预算执行情况与2018年预算草案的报告》，2017年，邵阳市一般预算收入99.26亿元，增长1.57%。其中税收收入49.64亿元，同比增长14.14%；非税收入49.62亿元，同比减少8.52%。2017年，邵阳市基金收入完成21.89亿元，同比减少17.98%。2017年，邵阳市一般预算支出516.50亿元，增长9%。2017年邵阳市财政自给率19.22%，财政自给能力很弱。

2017年，公司收到邵阳市财政通过邵阳经济开发区管理委员会拨付的政府补贴1.13亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（银行版、机构信用代码：G1043050200058960I），截至2018年5月21日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，整体过往债务履约情况良好。

截至2018年6月10日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长。收入构成仍以土地开发收入为主，回款滞后。

2017年，公司实现营业收入4.98亿元，同比增长13.66%。2017年，上述业务共实现回款1.76亿元，回款滞后。毛利率方面，公司土地开发业务毛利率未发生变动，当期确认代建项目收入毛利率为20.77%，使公司2017年综合毛利率同比略有增长。

表3 2016~2017年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	4.36	99.61	14.17	4.35	87.41	14.17
代建项目收入	--	--	--	0.58	11.64	20.77
其他业务收入	0.02	0.39	100.0	0.05	0.95	-26.78
合计	**4.38**	**100.9**	**14.31**	**4.98**	**100.0**	**14.55**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地开发业务模式及毛利率未发生变化，业务回款滞后。公司在建的土地整理业务成本快速增长、投资超出预算。拟建项目待投资压力较大。

公司与邵阳经济开发区管委会签订框架协议。待符合进驻条件的入园企业明确用地需求后，公司对相应土地进行平整。平整后的土地交由邵阳市国土资源中心进行出让，入园企业自行摘地。公司按照土地整理成本的120%确认土地出让收入。邵阳市财政局向公司支付回款。

随着进驻企业的不断增多，2017年公司整理的土地出让面积由上年的522.73亩增长至542.35亩。2017年公司确认土地出让收入4.35亿元，较2016年略有下降，主要系具体地块

的单价不同产生的波动。2017 年公司实际收到邵阳市财政局的回款 1.76 亿元，土地出让收入回款滞后。

2017 年底，公司在建（待出让）的土地整理项目主要为统一集团土地整理项目以及智能制造产业小镇（工业 4.0）土地整理项目，原计划总投资 7.69 亿元，实际已投资 9.61 亿元，目前尚未完工。实际投资超出预计系拆迁、工程要求提高等因素导致土地整理成本上涨。上述两个项目完工预计 2018 年内完工，尚未出具最新的总投资概算。

截至 2017 年底，公司土地开发业务拟建项目总投资合计 24.52 亿元，其中 2018 年全年需投资 15.45 亿元，待投资压力较大。（详见表 5）

跟踪期内，公司代建项目收入较小，未收到回款。在建项目待投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

根据邵阳市财政局和公司签订的《委托建设和回购合同》，邵阳市财政局委托公司在出让地块周围进行配套基础设施建设。公司自筹资金进行项目建设，公司在完工后提出回购申请，邵阳市财政局经过审核后对公司承建项目按照实际投资金额的 130%进行回购。公司根据项目完工后获批的回购额确认收入。

2016 年，公司没有代建项目完工，未确认收入；2017 年，公司完工结转的项目成本共计 0.46 亿元，确认收入 0.58 亿元，当年没有收到回款。

截至 2017 年底，公司未完工的代建项目主要有红旗河改造项目、高新二路项目以及进站路项目，总投资合计 8.35 亿元，已投资 4.89 亿元。剩余部分计划于 2018~2019 年完成投资。

非代建项目资金平衡方式多样，待投资规模较大，公司面临较大的投资压力。项目的未来收入及盈利存在一定的不确定性。

公司其他项目主要包括三类：产业园区的建设运营，保障性住房的建设出售、出租以及园区道路修建。其他项目均不存在直接、明确的出资方、回购方。

园区业务通过建成厂房的出租、出售实现资金平衡；保障性住房业务通过建成房屋、商业配套设施的出租、出售实现资金平衡；道路修建业务通过道路两旁土地整理、自持运营或出售的方式实现资金平衡。该类项目不存在直接、明确的出资方、回购方。2017年底，其他项目均未产生收入。

2017年底，其他项目总投资42.17亿元，已投资25.77亿元，待投资规模较大。其中湘商产业园一期项目为“16邵阳湘商项目债”募投项目，截至2018年3月底，该项目已经完成之前的预计总投资22.63亿元。由于征地拆迁成本提高，材料、人工成本上升，以及根据市场变化提高了对标准厂房的建设标准，项目总投资在之前的基础上，预计增加7~8亿元左右。后续标准厂房及配套设施的投入将通过自筹予以解决，项目整体完工量74%左右。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建的其他项目情况 （单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年底已投资	未来仍需投资	未来资金平衡方式
砂塘公租房小区	71172.00	15830.27	55341.73	出租
大元公租房小区	48345.00	12458.16	35886.84	出租
大兴棚户区改造	11041.00	456.68	10584.32	出售及补贴
荷龙棚户区改造	10368.00	6483.07	3884.93	出售及补贴
集仙保障性安居小区（棚改）	17850.00	22157.67	--	出售及补贴
爱莲池路	24447.00	17191.03	7255.97	道路两旁土地出售
广信路	12230.40	6485.52	5744.88	道路两旁土地出售
湘商产业园一期	226292.90	176621.63	49671.27	出租及出售
合计	**421746.30**	**257684.00**	**168369.90**	**--**

资料来源：公司提供

3．未来发展

公司未来土地整理以及代建业务持续性较好。公司拟建项目总投资较大，存在较大的投资压力。

2017 年底，公司拟建项目主要包括土地整理项目以及自营项目。其中土地整理项目与公司现行业务模式相同，2017 年底土地整理项目待投资总额合计 24.52 亿元，公司计划于 2018~2020 年完成投资。

自营项目主要包括湘商产业园标准厂房配套区、品牌服装城、邵阳经济开发区三一配套工业厂房工程以及智慧停车场项目。公司建设完成后自主运营，通过厂房、办公楼、停车场等资产出租、出售、服务收费等方式实现资金平衡。2017 年底自营项目待投资总额 26.82 亿元，公司计划于 2018~2020 年完成投资。

总体看，公司存在较大的待投资压力。土地整理业务总量较大，对公司未来收入规模起到一定支撑作用。

表 5　截至 2017 年底公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	运营模式	总投资	项目周期	2018 年计划投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
电子信息产业园	土地出让	3.73	3 年	2.00	0.80	0.93
发制品产业园	土地出让	6.74	5 年	5.15	0.60	0.70
合隆国际	土地出让	1.36	3 年	1.00	0.30	0.06
恒天九五安置地	土地出让	1.11	4 年	2.00	2.00	2.50
邵阳 SIM+创新产业中心（一期）	土地出让	8.00	5 年	5.00	1.00	1.00
邵阳经济开发区水务 PPP 项目	土地出让	3.58	3 年	0.30	0.50	0.31
小计	--	**24.52**	--	**15.45**	**5.20**	**5.50**
湘商产业园标准厂房配套区	出租及出售	6.70	4 年	2.00	3.00	2.50
品牌服装城	出租及出售	7.64	3 年	1.20	1.20	1.18
邵阳经济开发区三一配套工业厂房工程	出租及出售	2.38	3 年	1.00	1.00	0.38
邵阳经济开发区智慧停车场项目	出租、收费	10.10	2 年	5.05	5.05	--
小计	--	**26.82**	--	**9.25**	**10.25**	**4.06**
合计	--	**51.34**	--	**24.70**	**15.45**	**9.56**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2017 年，宝集公司的子公司邵阳经济开发区湘商产业园投资建设开发有限公司变更为一级子公司，公司一级子公司变为三家，对公司财务数据可比性影响较小。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产中存货（主要是土地以及土地整理成本）以及应收类款项占比大。资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 221.53 亿元，同比增长 12.85%，主要系存货和在建工程增长所致。资产以流动资产为主。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.90	5.55	9.42	4.25
应收账款	8.30	4.23	11.88	5.36
预付款项	14.82	7.55	2.51	1.13
其他应收款	6.26	3.19	7.58	3.42
存货	142.51	72.59	168.79	76.19

流动资产	**186.80**	**95.16**	**200.20**	**90.37**
投资性房地产	0.15	0.08	0.70	0.32
在建工程	6.76	3.44	17.66	7.97
非流动资产	**9.51**	**4.84**	**21.33**	**9.63**
总资产	**196.31**	**100.00**	**221.53**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司流动资产200.20亿元，同比增长7.17%。公司货币资金9.42亿元，较上年底减少13.62%，无受限资金。受收入回款滞后影响，公司应收账款上升至11.88亿元，其中96.94%的应收账款为对邵阳市人民政府所属部门及政府投资单位及关联方的款项，其余全部按账龄计提坏账准备，账龄均在3年以上，共计提坏账准备0.15亿元。由于公司在建项目进展较快，公司预付款项大幅减少至2.51亿元。公司其他应收款7.58亿元，同比增长21.06%，其中3.08亿元主要系应收邵阳市人民政府所属部门及政府投资单位及关联方的往来款，不计提坏账准备；其余款项按账龄组合计提坏账准备，主要为借款及往来款，账龄集中在1年以内以及1~2年，综合账龄较短，共计提坏账准备0.07亿元。公司存货168.79亿元，同比增长18.45%，其中存量土地108.92亿元，全部系政府注入，全部已办理土地使用权证；开发成本33.58亿元，主要系土地业务整理成本。

2017年底，公司非流动资产21.33亿元，同比大幅增加11.82亿元。公司投资性房地产0.70亿元，同比增加0.55亿元主要系在建工程中的湘商产业园标准化厂房三区转入。公司在建工程17.66亿元，同比增加10.90亿元，主要系湘商产业园项目C区标准化厂房的投入快速增长。

2017年底，公司受限资产主要为土地使用权，账面价值合计31.91亿元，占资产总额的14.40%，受限比例较大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。

2017年底，公司所有者权益123.23亿元，较上年底增加1.26亿元，主要系未分配利润的增长。公司所有者权益结构保持稳定。

由于土地整理、基建以及园区建设项目的快速开展，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，以长期债务为主。公司债务负担一般。

2017年底，公司负债总额98.30亿元，同比增长32.24%，系短期借款、应付债券和长期应付款大幅增长所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.45	3.30	6.50	6.61
其他应付款	6.88	9.25	4.96	5.05
一年内到期的非流动负债	6.06	8.15	7.61	7.74
流动负债	**17.08**	**22.98**	**22.33**	**22.72**
长期借款	24.92	33.52	14.22	14.47
应付债券	14.86	19.99	32.17	32.73
长期应付款	17.47	23.50	29.58	30.09
非流动负债	**57.25**	**77.01**	**75.97**	**77.28**
负债总额	**74.34**	**100.00**	**98.30**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债22.33亿元，同比增长30.72%。2017年底公司短期借款全部系保证借款。其他应付款4.96亿元，主要系公司和各政府部门、平台公司的往来款。一年内到期的非流动负债7.61亿元，同比增长25.57%，其中一年内到期的长期借款4.23亿元、长期应付款3.38亿元。

2017年底，公司非流动负债75.97亿元，同比增长32.6%。长期借款14.22亿元，同比减少10.70亿元，其中保证借款4.54亿元、抵押借款9.68亿元。应付债券32.17亿元，同比增加17.31亿元，2017年公司发行了12.50亿元的非公开发行公司债券以及5.00亿元PPN。公司长期应付款29.58亿元，同比增加12.11亿元，其中包括融资租赁款5.99亿元、对邵阳

市财政局的政府债务置换款 16.79 亿元和对邵阳市城投保障性住房开发有限公司以及邵阳市城市建设投资经营有限公司的借款 6.80 亿元。长期应付款均为有息负债。

2017 年底，公司全部债务 60.50 亿元（其中长期债务占比 76.68%），同比增加 12.21 亿元。受公司短期债务和应付债券快速增长影响，2017 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快速上升至 44.37%、27.35%和 32.93%，分别较 2016 年底上升 6.50、2.76 和 4.57 个百分点。

若将长期应付款全部纳入有息债务核算，2017 年底，公司调整后全部债务 90.08 亿元；公司调整后全部债务资本化比率进一步增长至 42.23%。公司债务负担一般，尚有一定的融资空间。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用快速增长。得益于政府补贴同比快速增长，跟踪期内公司盈利能力略有提升。总体看，公司利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 4.98 亿元，同比增长 13.66%；同期，收入确认方式变化使利润率由上年的 14.31%降至 10.87%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年期间费用 0.42 亿元，同比增加 0.28 亿元，主要系子公司业务快速开展使管理费用快速增长。2017 年公司期间费用率由去年的 3.15%上升至 8.41%，期间费用控制能力减弱。

2017 年，公司收到政府补助 1.13 亿元，较上年增加 0.56 亿元。2017 年公司利润总额 1.26 亿元，公司利润对政府补助依赖性强。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.65%和 1.02%，较 2016 年略有增长。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动呈净流出，收入实现质量差。公司对外筹资压力较大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入7.13亿元，同比增长42.52%，主要系收到往来款增加所致；同期，由于公司当年代建项目以及土地整理投入规模较大，经营活动现金流出较上年进一步扩大。2017年公司经营活动现金净流出13.74亿元，较2016年净流出量进一步扩大。公司现金收入比由2016年的29.62%上升至30.25%，收入实现质量差。

2017年，公司投资活动收到现金12.10亿元，系收回理财产品收到的现金；公司投资活动支出现金17.44亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及购买理财产品支付的现金。2017年，公司投资活动现金流量净额-5.34亿元。

2017年，公司筹资力度明显加大。公司通过银行借款、发行债券以及借入往来款等方式收到现金54.08亿元；公司筹资活动现金流出35.49亿元主要是偿还当年借款本息以及往来款等。2017年公司筹资活动现金流量净流入18.59亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱。由于公司有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为896.48%和140.64%，分别较上年底减少196.94和118.63个百分点。2017年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。2017年底公司短期债务14.11亿元，现金类资产是短期债务的0.67倍，保障能力较差。公司短期偿债能力较弱。

2017年，公司EBITDA为1.44亿元，较上

年增长28.31%。由于2017年底公司有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA由上年的58.42倍上升至62.36倍。公司长期偿债能力弱。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

截至2018年3月底，公司银行授信总额度为43.04亿元，已使用22.17亿元，尚有20.87亿元额度未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 6.08 亿元，相当于 2017 年底所有者权益的 4.93%。被担保企业主要是当地平台公司以及工业园区入园企业。对平台公司的担保总额合计 2.65 亿元，被担保企业经营正常。其余为对入园企业的担保合计 3.48 亿元，被担保企业经营正常，其中绝大部分具有实物反担保、工程款质押等风控措施。总体看，公司或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额32.50亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小。公司可能面临一定的集中偿债压力。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券。目前，公司存续债券包括“16邵阳湘商项目债”、“17宝庆01”和“17邵阳建设PPN001”。后两只债券附有投资者选择回售权，假设两只债券投资者均于第一个行权日选择回售全部债券，公司将于2020年达到存续债券偿还本金的高峰期，合计偿还19.00亿元。2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为7.13亿元、-13.74亿元和1.44亿元，对公司存续债券保障情况如表8。公司经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障倍数较低。公司可能面临一定的集中偿债压力。

表8　2017年底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	19.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.38
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.72
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

资料来源：wind资讯、联合资信整理

“16邵阳湘商项目债”由邵阳城投承担差额补偿责任。联合资信评定邵阳城投主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

“16邵阳湘商项目债”由邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“差额补偿人”或“邵阳城投”）承担差额补偿责任。

邵阳城投由邵阳市城建投资开发有限公司、邵阳市经济建设投资公司、邵阳市民营经济开发试验区开发总公司、火车南站站前区开发总公司等4家单位整合组建成立的国有独资公司，截至2018年3月底，邵阳城投注册资本5亿元，邵阳市人民政府是邵阳城投的股东及实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额719.45亿元，所有者权益340.88亿元。2017年公司实现营业收入28.09亿元，利润总额2.96亿元。

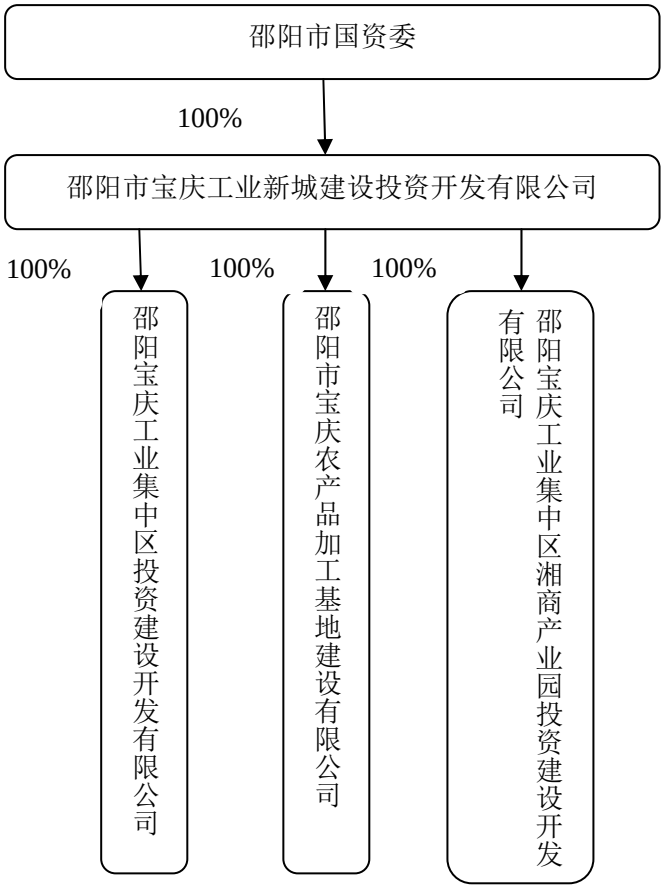
截至2018年3月底，公司资产总额741.75亿元，所有者权益343.05亿元（含少数股东权益2.00亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入1.51亿元，利润总额-1.12元。

联合资信评定邵阳宝庆主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

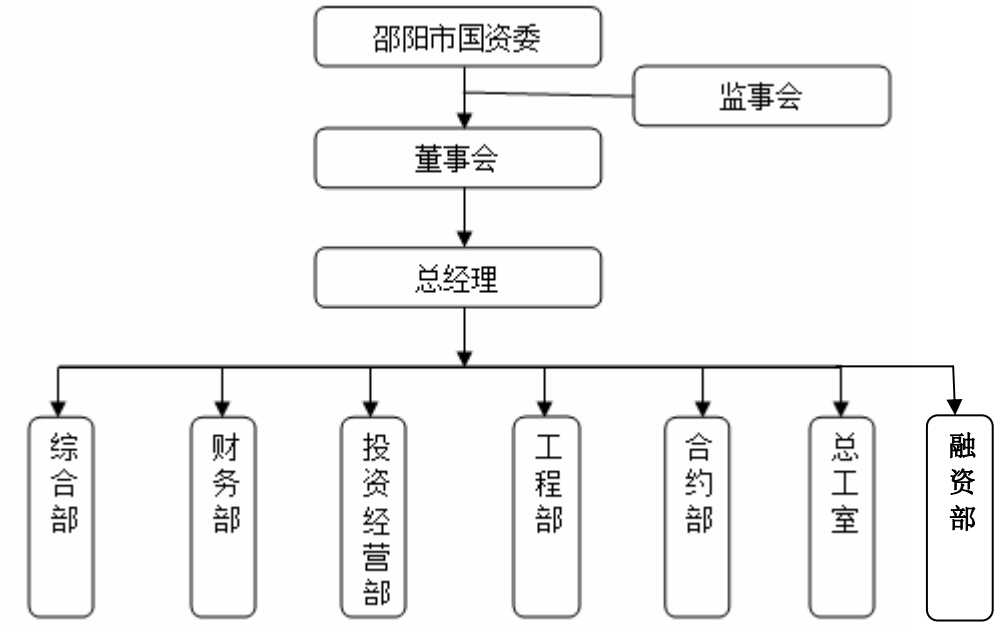
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“16邵阳湘商项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　2017 年底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.62	10.90	9.42
资产总额 (亿元)	86.46	196.31	221.53
所有者权益(亿元)	53.71	121.97	123.23
短期债务(亿元)	5.23	8.51	14.11
长期债务(亿元)	14.85	39.78	46.39
全部债务(亿元)	20.07	48.29	60.50
调整后全部债务(亿元)	22.13	65.76	90.08
营业收入(亿元)	3.47	4.38	4.98
利润总额(亿元)	1.53	1.05	1.26
EBITDA(亿元)	1.66	1.13	1.44
经营性净现金流(亿元)	-1.50	-10.51	-13.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.87	0.71	0.49
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.03
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.02
现金收入比(%)	69.72	29.62	30.25
营业利润率(%)	23.28	14.31	10.87
总资本收益率(%)	2.22	0.64	0.76
调整后总资本收益率(%)	2.16	0.57	0.65
净资产收益率(%)	2.85	0.86	1.02
长期债务资本化比率(%)	21.66	24.59	27.35
全部债务资本化比率(%)	27.21	28.36	32.93
调整后全部债务资本化比率(%)	29.17	35.03	42.23
资产负债率(%)	37.87	37.87	44.37
流动比率(%)	491.54	1093.42	896.48
速动比率(%)	112.13	259.27	140.64
经营现金流动负债比(%)	-9.44	-61.51	-61.52
全部债务/EBITDA(倍)	12.06	42.90	41.88
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.29	58.42	62.36

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

附件 3　邵阳市城市建设投资经营集团有限公司跟踪评级报告

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	（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-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	
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/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

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　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 5-3　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。

邵阳市城市建设投资经营集团有限公司
跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
16 邵阳城建 MTN001	5 亿元	2021/1/25	AA	AA
16 邵阳城建 MTN002	5 亿元	2021/3/29	AA	AA
*17 邵阳城投 MTN001[1]	10 亿元	2020/6/26	AA	AA
*17 邵阳城投 MTN002	10 亿元	2020/10/20	AA	AA
17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01	10 亿元	2024/9/1	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.98	54.63	103.04	104.99
资产总额(亿元)	456.38	571.43	719.45	741.75
所有者权益(亿元)	247.84	250.25	340.88	343.05
短期债务(亿元)	7.18	3.30	19.52	19.42
长期债务(亿元)	136.97	194.99	267.67	270.92
全部债务(亿元)	144.16	198.29	287.18	290.35
营业收入(亿元)	26.07	22.59	28.09	1.51
利润总额(亿元)	4.16	2.90	2.96	-1.12
EBITDA(亿元)	5.84	4.92	5.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.95	16.62	-12.72	-1.83
营业利润率(%)	10.60	9.09	14.65	-5.23
净资产收益率(%)	1.54	1.13	0.64	--
资产负债率(%)	45.70	56.21	52.62	53.75
全部债务资本化比率(%)	36.78	44.21	45.72	45.84
流动比率(%)	544.77	444.59	477.36	449.10
经营现金流动负债比（%）	2.99	18.25	-11.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.69	40.31	50.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.68	0.27	0.38	--

注：1. 2015 年财务数据采用 2016 年财务报表期初调整数；2.长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算；3.2018 年一季报未经审计。

[1]注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日，债券期限为 3+N。

评级观点

跟踪期内，邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体，在政府补助、债务置换等方面持续获得政府支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模大幅上升、收入实现质量差、对外担保规模大等不利因素给公司信用水平带来的负面影响。

跟踪期内，邵阳市经济稳步发展，随着公司土地开发业务和基础设施代建业务的推进，未来公司收入和利润规模有望提升。

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 邵阳城建 MTN001”、“16 邵阳城建 MTN002”、“17 邵阳城投 MTN001”、“17 邵阳城投 MTN002”和“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01” 的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，邵阳市经济稳步发展，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要主体，区域专营性优势明显；另外，公司在政府补助、债务置换等方面得到了政府的大力支持。

关注

1. 2017 年邵阳市一般预算收入同比略有下降，其中非税收入占比较高，影响其稳定性。
2. 根据邵阳市人民政府 2018 年 4 月常务会议纪要，对于 2017 年 7 月 15 日之后的代建项目要坚决撤销，故公司拟建项目暂时未定。但公司在建项目未来投资需求大，仍给公司带来较大筹资压力。

分析师
李海宸　何光美

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

3. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，2019、2020 年进入偿债高峰期，偿债压力较大。
4. 公司经营活动获现能力差，经营活动现金流量净额表现为大额净流出。
5. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。
6. 针对国家审计署公布的公司违规融资问题，邵阳市委、市政府提出了相应整改措施，联合资信将持续关注整改措施的进展情况。

声　明

一、本报告引用的资料主要由邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（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。

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。

邵阳市城市建设投资经营集团有限公司
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关于邵阳市城市建设投资经营集团有限公司主体长期信用及“16邵阳城建MTN001”、“16 邵阳城建 MTN002”、“17 邵阳城投 MTN001”、“17 邵阳城投 MTN002”、“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 5.00 亿元，邵阳市人民政府 100%出资，是公司的实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 719.45 亿元，所有者权益 340.88 亿元。2017 年公司实现营业收入 28.09 亿元，利润总额 2.96 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 741.75 亿元，所有者权益 343.05 亿元（含少数股东权益 2.00 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.51 亿元，利润总额-1.12 元。

公司注册地址：邵阳市北塔区蔡锷路与龙山路交汇处东南广厦名都 4#商业楼；法定代表人：龚子文。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评存续债券尚需偿还余额总计40.00亿元，存续债券情况见表1。跟踪期内公司已按时还本付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 邵阳城建 MTN001	5 亿元	2021/1/25	4.20%
16 邵阳城建 MTN002	5 亿元	2021/3/29	3.98%
17 邵阳城投 MTN001	10 亿元	2020/6/26	6.48%
17 邵阳城投 MTN002	10 亿元	2020/10/20	6.13%
17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01	10 亿元	2024/9/1	5.98%

资料来源：联合资信整理

公司于2016年1月25日和3月29日分别发行了“16邵阳城建MTN001”和“16邵阳城建MTN002”，均用于偿还银行贷款，发行期限均为5年，募集资金采用按年付息，到期一次还本。截至2018年3月底，上述两期债券所募集的10亿元资金已全部用于偿还银行贷款。

公司于2017年6月、10月分别发行了“17邵阳城投MTN001”和“17邵阳城投MTN002”，募集资金用于偿还公司本部金融机构借款。在第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回上述债券。截至2018年3月底，公司上述债券所募集的资金20亿元已使用4.40亿元，剩余15.60亿元尚未使用。

公司于2017年9月发行了10亿元的“17邵阳城投债01/17邵阳01”，其中1.96亿元用于补充公司营运资金，剩余8.04亿元全部用于世纪花苑保障安置小区和邵阳市工人文化宫周边棚户区改造项目建设。截至2018年3月底，上述募投项目已全部完工，“17邵阳城投债01/17邵阳01”募集资金已全部使用完毕。其中用于世纪花苑保障安置小区项目6.34亿元，邵阳市工人文化宫周边棚户区改造项目1.70亿元。

2018年4月18日，国家审计署公布了2018年第2号公告。公告指出：“2017年8月至11月，湖南省邵阳市融资平台邵阳市城市建设投资经营集团有限公司通过利用政府道路管网等公益性资产开展融资租赁、发行中期票据等

方式，从银行、信托投资公司和融资租赁公司等机构举债72.33亿元，主要用于偿还到期债务和市政基础设施建设”。审计署公告中涉及公司2017年发行的“17邵阳城投MTN001”、“17邵阳城投MTN002”和“17邵阳城投债01/17邵阳01”三支存续债券，债券余额合计为30亿元。针对上述事件，邵阳市委、市政府提出了如下整改措施：①大力推进以合规资产（比如公司自有房产）置换不合规资产（市政府已回购的管网等公益性资产）。②全面清理政府已回购的资产和政府债务对应的资产，杜绝再次发生类似违规举债行为。③加大土地出让力度，增加平台公司偿债能力。④化解存量债务，主动提前还款。⑤按照停、缓、调、撤的要求，共叫停2018年度基础设施项目23个，共压减年度投资193.6亿元。公司积极配合整改措施，截至2018年5月3日，已偿还3.9亿元融资租赁借款。联合资信将持续关注上述整改措施的进展情况。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调

控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）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，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。

（2）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、甄别明确了中国地方性债务，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。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；

2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	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
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	中国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，中国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。

2. 区域经济环境

根据《2017 年邵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年邵阳市完成地区生产总值 1691.50 亿元，增长 8.1%（与上年比较，下同）。其中第一产业完成增加值 333.47 亿元，增长 4.0%，第二产业完成增加值 595.13 亿元，增长 6.5%，第三产业完成增加值 762.90 亿元，增长 11.3%。按常住人口计算，全市人均 GDP23018 元，增长 7.2%。三次产业结构由上年的 21.5:35.2:43.3 调整为 19.7:35.2:45.1，第三产业比重提升了 1.8 个百分点。

2017 年邵阳市投资规模不断扩大。全市完

成固定资产投资（500 万元以上项目）1840.1 亿元，增长 13.1%，其中房地产投资 169.3 亿元，增长 16.1%。其中：第一产业完成投资额 203.20 亿元，增长 7.9%；第二产业完成投资额 602.34 亿元，下降 0.1%；第三产业完成投资额 1034.56 亿元，增长 23.7%。全市完成基础设施投资 408.73 亿元，增长 27.0%。

2017 年邵阳市财政总收入 153.36 亿元，增长 8.66%。全市一般预算收入 97.55 亿元，下降 0.06%，其中税收收入 48.94 亿元，增长 12.54%；非税收入 48.61 亿元，下降 10.18%。税收收入占财政总收入的比重为 68.30%，与上年相比提高了 6.7 个百分点，一般预算收入结构有所改善。

整体看，跟踪期内，邵阳市经济稳步增长；一般预算收入略有下降，其中非税收入占比较高，影响其稳定性。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司作为邵阳市最大的城市基础设施建设运营主体，在邵阳市基础设施建设领域持续保持竞争优势，并在债务置换、政府补助等方面持续得到政府支持。

2017 年，根据邵市政函【2018】29 号文件，邵阳市人民政府将债务置换形成的债权（64.88 亿元）转增资本公积。2017 年公司收到政府补助资金 3.42 亿元，计入“其他收益”。

根据企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10430502000155708），截至 2018 年 4 月 19 日，公司本部有 1 笔已结清关注类贷款，根据中国工商银行出具的说明，出现该笔关注类贷款主要是因为中国工商银行工作人员操作失误未及时收息所致。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司原党总支书记、董事长、总经理罗少林涉嫌严重违纪，正接受组织调查。2017 年 11 月，邵阳市人民政府决定任命龚子文为公司法定代表人兼董事长，许乾明为公司总经理，夏小明为公司副总经理，胡国辉为公司副总经理。公司董事会成员中除罗少林退出，并新增龚子文外，其他董事会成员不变，监事会成员亦无变化。

公司法定代表人、董事长龚子文先生，1972 年 7 月出生，中专学历，曾任邵东县人民政府副县长，现任公司董事长。

公司总经理许乾明，1962 年 11 月 1 日出生；曾任武冈县建设局局长、邵阳市火车站站前区指挥部常务副指挥长、公司副总经理；2017 年 10 月至今任公司副书记、总经理。

跟踪期内，公司新任领导班子对各业务板块进行了重新梳理、细分，总经理以下增设副总经理、总工程师、总造价师分别分管各业务部门，并对旗下子公司细分定位为经营公司、融资公司、项目公司等。随着组织架构的进一步完善，公司对各部门职责、领导岗位职责、主要子公司定位以及各项管理制度进行了重新梳理，管理体制得以进一步完善。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司除原有土地开发、基础设施代建、供排水及燃气和工程施工四大板块外，新增机场管理板块。

2017 年公司实现主营业务收入 28.08 亿元，同比增长 25.75%，系土地出让面积大幅增长、基础设施竣工结算增加以及新增机场管理收入所致。从收入构成来看，公司主营业务收入仍主要来源于基础设施代建、土地开发和供排水及燃气板块，2017 年上述三大板块收入占主营业务收入的比重达 92.51%。

2017 年公司综合毛利率为 14.76%，较上年有所增长，主要是土地开发、基础设施代建及工程施工毛利率上升所致；新增机场管理业

务毛利率为负，主要系机场通航之初，航班较少而机场运行保障的固定成本较高所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 1.51 亿元，相当于上年全年收入的 5.38%，主要系基础设施代建业务于年底确认收入所致；综合毛利率为 10.47%。

表 3　2016～2017 年及 2018 年 1~3 月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 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	2.73	12.23	7.45	4.54	16.17	30.90	0.47	31.13	18.54
基础设施代建	16.82	75.32	7.15	19.08	67.94	9.14	--	--	--
供排水及燃气	2.20	9.85	10.83	2.36	8.40	8.75	0.44	29.14	97.93
工程施工	0.43	1.93	21.20	0.71	2.53	67.32	--	--	--
其他	0.15	0.67	76.17	0.83	2.95	99.64	0.60	39.73	-60.00
机场管理	--	--	--	0.57	2.02	-89.97	--	--	--
合计	**22.33**	**100.00**	**8.28**	**28.08**	**100.00**	**14.76**	**1.51**	**100.00**	**10.47**

资料来源：公司提供

注：公司其他收入主要系安置房移交收入、监理费等。

2．业务经营分析

土地开发业务

跟踪期内，公司土地一级整理开发业务模式未发生变化。公司代政府进行土地一级开发整理，并根据土地市场情况将所开发整理的土地交由土储中心以“招、拍、挂”的方式出让，参与分享土地出让收益。公司将土地开发业务的土地出让金全额上缴财政，财政扣除相关税费后将剩余全部资金返还公司。公司以全额土地出让金确认营业收入，以实际发生的土地整理成本及上缴财政的各项税费确认成本。

2017 年公司土地开发收入大幅上升，主要系土地出让面积大幅增长所致。2017 年公司实现土地开发收入 4.54 亿元，政府当年回款 3.87 亿元；土地出让均价为 72.38 万元/亩，同比下降 27.62%，主要原因系出让地块所处地理位置较偏。地块不同，公司整理成本差异较大，导致各年土地开发毛利率变动较大。2018 年 1~3 月，公司实现土地开发收入 0.47 亿元，土地出让均价 330.45 万元/亩。公司 2017 至 2018 年 1~3 月土地出让明细情况如下表所示：

表 4　2017 年及 2018 年 1~3 月公司土地出让明细情况（单位：亩，万元）

序号	地块编号	面积	公司确认土地收入
1	戴家片区 4-15、4-16、4-21 地	52.13	3044.89
2	佘湖新城 C11-C14 地	40.59	1826.72
3	佘湖新城 A38 地	18.00	2314.86
4	佘湖新城 B15 地	46.30	3704.00
5	商住区 3-3-a 地	22.00	2530.00
6	桃花新城 5-13b 地	7.24	1144.00
7	商住区 6-6b 地	19.18	411.80
8	桃花新城 6-18c 地	15.00	1200.00
9	商住区 1-19-1 地	40.00	6720.00
10	商住区 3-10a-1 地	13.35	1572.00
11	02-20 地块鑫昊置业	41.22	4122.00
12	（2017）03 号国有建设用地	36.80	4042.49
13	（2008）17 号国有建设用地	43.30	1697.81

14	大唐置业地块	104.88	9320.00
15	阳光置业地块	127.33	1752.11
2017 年小计		**627.32**	**45402.68**
1	北塔区魏源西路	7.00	2530.00
2	北塔区中山路	7.12	2136.00
2018 年 1~3 月小计		**14.12**	**4666.00**

资料来源：公司提供

公司不断加大对邵阳市征地拆迁和土地整理开发的力度，截至 2017 年底，公司已整理待出让的土地 2065 亩，账面价值 25.57 亿元，计入“存货-土地开发成本”。公司计划 2018 年全年出让土地 28 宗，面积约 1031.84 亩，预期土地成交价款约 10 亿元。公司土地开发业务易受房地产调控政策的影响，未来土地开发业务收入规模和毛利率可能存在一定的波动。

基础设施代建业务

跟踪期内，公司基础设施代建模式未发生变动。公司与邵阳市人民政府签订了代建协议，协议约定政府以代建项目投资额 10%~12%的加成比例对代建项目进行回购。对于棚户区改造项目，公司作为统贷平台仅负责融资工作，项目具体实施由各县级平台公司负责。根据 2017 年邵阳市人民政府出具的市政项目结算文件，公司当年确认基础设施代建收入 19.08 亿元，政府当年回款 2.30 亿元，回款质量较差。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建基础设施代建项目如下表所示：

表 5　截至 2018 年 3 月底公司在建项目投资情况（单位：亿元）

在建项目	总投额	截至 2018 年 3 月底累计投资额	未来投资额
雪峰大桥	4.52	2.95	1.57
文化艺术中心	4.57	3.68	0.89
红旗河防洪整治工程	5.03	3.03	2.00
三环线地下综合管廊及其配套设施	113.00	5.23	107.77
桃花公园建设项目	8.52	8.02	0.50
新城大道	9.14	8.63	0.51
三所一中心	3.41	3.04	0.37
虎形山路	2.60	2.88	0.00
东城快线	13.63	3.01	10.62
市体育中心	10.70	6.23	4.47
邵水西路茅坪段及沿河风光带	6.38	6.32	0.06
雪峰北路（魏源路-虎形山路）	8.71	6.32	2.39
2016 年城市棚户区改造项目	17.81	5.23	12.58
2017 年城市棚户区改造项目	111.38	13.51	97.87
其他	194.84	78.07	116.77
合计	**514.24**	**156.15**	**358.37**

资料来源：公司提供

注：虎形山路超概，已完工，尚未结算。

公司在建项目计划总投 514.24 亿元，截至 2018 年 3 月底已累计投资 156.15 亿元，未来仍需投资 358.37 亿元。根据邵阳市人民政府 2018 年 4 月常务会议纪要，对于 2017 年 7 月 15 日之后的代建项目要坚决撤销，故公司拟建项目暂时未定。今后公司仅开展已纳入邵阳市财政

预算的基础设施建设项目，并且在财政局做出资金安排计划后启动相关建设流程。但公司在建项目未来投资需求大，仍给公司带来较大筹资压力。

供排水和燃气业务

公司自来水业务由子公司邵阳市自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责运营。跟踪期内，自来水公司供水范围不断扩大，用户不断增加。2017 年自来水公司自来水生产量 8023.00 万吨，较同期有所下降，主要系邵阳市老城区管网改造已基本完成，漏损率大幅下降，生产量随之降低；自来水销售量 6037.00 万吨，同比增长 4.45%，系用户增加所致；供水产销差大幅下降，由 2016 年 4169.00 万吨下降至 1986.00 万吨。

公司排水业务由子公司邵阳市污水处理厂负责运营。跟踪期内公司污水处理量呈上升趋势，2017年为5015.00万吨，同比增长15.66%。

公司燃气业务由子公司邵阳市燃气公司（以下简称“燃气公司”）负责运营。跟踪期内，随着燃气管网的改扩建，燃气公司燃气供应量呈上升趋势，其中液化天然气供应量为 452.50 万立方米，管输天然气 4044.00 万立方米，同比均有所上升；管道燃气销售价格仍为 3.95 元/立方米。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司供排水及燃气业务分别实现营业收入 2.36 亿元和 0.44 亿元，同比均有所增长。

工程施工业务

公司工程施工业务主要是与供排水及燃气相关的一些安装业务，收入规模较小但比较稳定。2017 年公司工程施工板块实现收入 0.71 亿元，毛利率大幅上升主要系自来水公司自 2017 年开始规范收费，管道安装毛利率大幅增长所致。

机场管理业务

2017 年 6 月，公司设立了子公司邵阳市航空产业发展投资有限责任公司（以下简称“航投公司”），新增机场管理业务。航投公司主要从事邵阳武冈机场航线开发业务，目前已开通北京、郑州、长沙、海口、昆明、杭州、重庆、深圳、兰州等九个城市的航线，已与国航、南航等航空公司签订航班租赁协议或航班补贴协议，承诺每个机型来回程航班的客运净收入（包含燃油附加费）为一个固定金额，如未达到上述标准，则由航投公司给予差额补贴。航投公司的成本即为承诺的客运净收入，机场管理收入则为航空公司的机票收入。通航之初，武冈机场客流量少，机票收入少，现阶段航投公司机场管理业务仍处于亏损状态。2017 年航投公司实现机场管理收入 0.57 亿元，毛利率为 -89.97%。

3. 未来发展

公司作为邵阳市城市基础设施建设投资建设的主体，将严格按照市委、市政府制定的建设计划执行，稳步推进基础设施项目建设；加快公司转型升级，利用自身的优势，发掘可市场化运作的资源，开拓新的生存空间。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。2018 年一季报未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的子公司共 21 家；新增和转出的子公司业务规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 719.45 亿元，所有者权益 340.88 亿元。2017 年公司实现营业收入 28.09 亿元，利润总额 2.96 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 741.75 亿元，所有者权益 343.05 亿元（含少数股东权益 2.00 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.51 亿元，利润总额-1.12 元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着邵阳市城市建设的不断推进，公司业务和融资规模不断扩大，资产总额快速增长。截至2017年底，公司资产总额719.45亿元，同比增长25.90%，以流动资产为主。公司主要资产构成情况如下表所示。

表6 2016~2017年及2018年3月底公司主要资产结构（单位：亿元、%）

科 目	2016年		2017年		2018年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**404.92**	**70.86**	**509.01**	**70.75**	**532.67**	**71.81**
货币资金	54.63	9.56	103.04	14.32	104.99	14.15
预付款项	50.53	8.84	69.66	9.68	76.38	10.30
存货	229.02	40.08	235.76	32.77	241.47	32.55
非流动资产合计	**166.52**	**29.14**	**210.44**	**29.25**	**209.08**	**28.19**
在建工程	107.34	18.78	157.17	21.85	156.15	21.05
资产合计	**571.43**	**100.00**	**719.45**	**100.00**	**741.75**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2017年底，公司流动资产509.01亿元，同比增长25.71%。公司货币资金103.04亿元，同比快速增长，主要系融资资金增加所致，受限货币资金3.01亿元，系保证金存款。应收账款余额60.93亿元，同比增长48.68%，主要系应收邵阳市人民政府基础设施代建款增加所致；其中应收政府的款项占比86.73%，该类应收款未计提坏账准备，账龄较为分散。预付账款69.66亿元，同比增长37.87%，主要系预付工程款和拆迁款增加所致，账龄集中在2年以内。其他应收款为38.34亿元，同比增长28.85%，主要系与政府的往来款增加所致，账龄较为分散。存货为235.76亿元，同比增长2.94%，主要系土地开发成本增加所致；土地开发成本中包含账面价值约210.05亿元的土地资产，其中137.26亿元土地已抵押，抵押比率较高。

非流动资产

2017年底，公司非流动资产合计210.44亿元，较上年底增长26.38%，主要源于长期应收款和在建工程的增加。公司长期应收款37.45亿元，同比增长16.81%，主要系棚改转贷资金增长所致；固定资产8.85亿元，同比下降59.62%，主要系代建项目结算所致；在建工程157.17亿元，同比增长46.43%，主要为基建项目投资增长所致。

2018年3月底，公司资产总额741.75亿元，较2017年底增长3.10%，资产构成较上年变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产仍以流动资产为主，其中存货和应收类账款占比较高；应收类款项大幅增长，对公司资金占用大；存货中土地资产抵质押比率较高；固定资产和在建工程主要以代建项目为主。公司资产流动性弱，质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益340.88亿元，同比增长36.22%，以资本公积为主。公司资本公积285.74亿元，较2016年底增加68.62亿元，主要系邵阳市人民政府将债务置换款转为对公司的投资所致；其他权益工具19.84亿元，系公司发行的永续中票。

2018年3月底，公司所有者权益343.05亿元，较2017年底变动小。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至2017年底，公司负债为378.57亿元，同比增长17.87%，主要是有息债务规模扩大所

致；负债构成较 2016 年底变化不大，仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债为 106.63 亿元，同比增长 17.08%，主要系短期债务（一年内到期的非流动负债和超短期融资券）规模扩大所致。公司预收款项 9.12 亿元，主要为预收安置房款和预收购地款，同比下降 15.84%，主要系结转收入所致，账龄集中在 2 年以上；其他应付款为 67.40 亿元，同比下降 3.04%，账龄 1 年以内和 3 年以上的占比较大。

2017 年底，公司非流动负债为 271.94 亿元，同比增长 18.18%，主要是应付债券和长期应付款增长所致。公司长期借款 63.86 亿元，同比下降 34.79%，主要系抵押和质押借款减少所致；应付债券 106.48 亿元，同比增长 52.33%，主要系当年新增发行 30 亿元 PPN、10 亿元公司债券、10 亿元中期票据所致；长期应付款 98.83 亿元，同比增长 76.15%，主要系融资租赁款和应付湖南省棚户区改造投资有限公司的棚改资金大幅增长所致，其中融资租赁款、棚改资金等已纳入长期债务核算。

2018 年 3 月底，公司负债总额为 398.70 亿元，较 2017 年底增长 5.32%，主要系其他应付款和应付债券增长所致；负债构成与 2017 年底变化不大。

2017 年底，公司全部债务 287.18 亿元（其中长期债务占比 93.20%），同比快速增长 44.83%。受债务置换款由“长期应付款”转入“资本公积”影响，权益规模增速高于负债，2017 年底公司资产负债率同比有所下降，为 52.62%。受应付债券和长期应付款规模快速增长影响，2017 年底公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速上升至 43.98%和 45.72%。若将 2017 年发行的 20 亿元永续中票纳入有息债务核算，上述两指标将提高至 47.25%和 48.88%。2018 年 3 月底，公司全部债务 290.35 亿元，较上年底保持相对稳定；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 53.75%、44.13%和 45.84%，均较上年底有所上升，债务负担有所加重。从全部债务的偿还期限分布看，公司 2018 至 2020 年需偿还有息债务本金分别为 18.95 亿元、41.08 亿元、80.92 亿元。

表 7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	3.30	19.52	19.42
长期债务	194.99	267.67	270.92
全部债务	198.29	287.18	290.35
长期债务资本化比率	43.79	43.98	44.13
全部债务资本化比率	44.21	45.72	45.84
资产负债率	56.21	52.62	53.75

资料来源：审计报告，联合资信整理

总体看，跟踪期内公司债务结构以长期债务为主，债务规模快速上升，债务负担适中，但 2019 年和 2020 年公司将面临偿债高峰，未来项目资金需求量较大，预计债务水平或将进一步升高。

4．盈利能力

2017 年公司实现营业收入 28.09 亿元，同比增长 24.34%。同期，公司营业成本同步增长；营业利润率 14.65%，较上年增长 5.56 个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年期间费用 3.51 亿元，同比增长 19.84%，期间费用占营业收入比重为 12.48%，同比有所下降，主要是营业收入增幅较大所致。

2017 年公司其他收益 3.42 亿元，为政府补助，是公司利润的重要补充；公司利润总额 2.96 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.69%和 0.64%，较 2016 年分别下降 0.27 个和 0.49 个百分点。

表 8　2016~2017 年公司盈利情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	22.59	28.09

营业成本	20.49	23.94
其他收益	0.00	3.42
营业利润	-1.92	3.00
营业外收入	4.83	0.04
利润总额	2.90	2.96
净利润	2.83	2.18
营业利润率（%）	9.09	14.65
总资本收益率（%）	0.96	0.69
净资产收益率（%）	1.13	0.64

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.51 亿元，相当于 2017 年全年的 5.36%，营业利润率-5.23%；利润总额-1.12 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和营业利润率均保持增长；公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

5. 现金流

2017 年公司经营活动现金流入 10.42 亿元，同比下降 56.42%，主要系主营业务现金回笼减少以及与关联方和政府相关部门的往来款减少所致；同期，公司当年土地整理支出以及支付的往来款项较上年大幅增长。2017 年公司经营活动现金流量净额为-12.72 亿元。公司现金收入比 23.94%，较 2016 年大幅下降，收入实现质量差。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	23.91	10.42
经营活动现金流出小计	7.29	23.14
经营活动产生的现金流量净额	16.62	-12.72
投资活动产生的现金流量净额	-46.09	-56.42
筹资活动产生的现金流量净额	43.01	114.56
现金收入比（%）	72.53	23.94

资料来源：公司审计报告

2017 年公司投资活动现金流入较少，投资活动现金流出主要为代建项目支出和支付其他与投资活动有关的现金（棚改转贷资金、理财支出等）；投资活动现金流量净额-56.42 亿元。

2017 年公司筹资力度明显加大，通过政府债务置换、发行债券、银行借款、融资租赁等方式共获得现金流入 187.33 亿元；筹资活动现金流出主要是偿还当年债务本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金 25.48 亿元，系偿还公司长期应付款以及支付债券担保费等。公司筹资活动现金流量净额 114.56 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动主要以往来款收回和土地整理投入为主，经营活动现金流量净额为-1.83 亿元。公司投资活动现金流量净额为-7.00 亿元，主要是基础设施代建项目投入。公司筹资活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额为 10.77 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力差，经营活动现金流量净额表现为大额净流出，投资规模不断增大，存在较大对外筹资压力。

6. 偿债能力

2017 年底公司流动比率和速动比率同比均有所增长，分别为 477.36%和 256.26%，2018 年 3 月底上述指标分别下降至 449.10%和 245.51%。2017 年公司经营活动现金流量净额为负，对公司短期债务无保障能力。2018 年 3 月底公司现金类资产 104.99 亿元，系短期债务的 5.41 倍，对短期债务保障能力强。公司短期偿债能力较强。

2017 年公司 EBITDA 为 5.65 亿元，由于公司同期全部债务规模快速增长，全部债务/EBITDA 上升至 50.79 倍，长期偿债能力较弱。考虑到邵阳市政府在债务置换、政府补助等方面的持续支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年 3 底，公司对外担保余额为 126.83 亿元，担保比率为 36.97%。公司担保余额最大的被担保企业为湖南省棚户区改造投资有限公司，该公司系棚改资金统贷平台，跟踪期内经营情况正常。其次是邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司，该公司系邵阳市人民政府所属企业，主要负责邵阳市区新城镇基础

设施建设；2017 年底资产总额 109.09 亿元，所有者权益 36.64 亿元，2017 年营业收入 1.28 亿元，利润总额 0.08 亿元，跟踪期内经营情况正常。再次是邵阳市交通枢纽建设有限责任公司（以下简称“交通枢纽公司”），该公司系邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会所属企业，成立时间较晚，主要从事交通枢纽建设业务。2017 年底交通枢纽公司资产总额 96.57 亿元，所有者权益 44.57 亿元；2017 年仍处于建设阶段，尚未实现营业收入，交通枢纽建成后将实现土地出让收入、停车场收入等。

总体看，公司担保对象主要为政府所属企业，但对外担保规模大，仍存在一定或有负债风险。

表 10　截至 2018 年 3 月底公司对外担保明细

（单位：万元）

担保对象	担保余额
湖南省棚户区改造投资有限公司	688435.95
邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司	402557.08
邵阳市交通枢纽建设有限责任公司	55500.00
邵阳市国有资产投资经营有限公司	50000.00
邵阳市宝庆产业集中区投资建设开发有限公司	26000.00
湖南省保障性安居工程投资投资有限公司	25812.96
邵阳公路桥梁建设有限责任公司	20000.00
合计	**1268305.99**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 227.76 亿元，已使用授信额度 66.84 亿元，尚余授信 160.92 亿元，间接融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿债能力分析情况

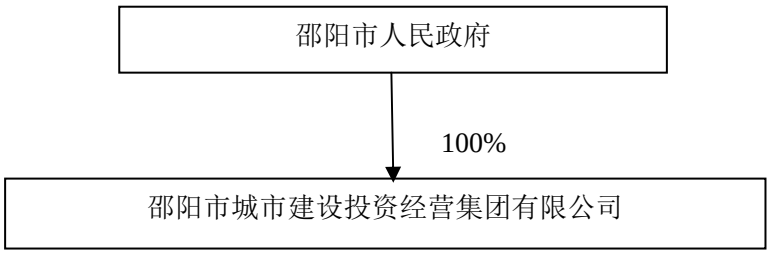
公司存续债券“16 邵阳城建 MTN001”、“16 邵阳城建 MTN002”、“17 邵阳城投 MTN001”、“17 邵阳城投 MTN002”和“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01”的待偿还剩余本金总额为 40 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 10.42 亿元，为上述存续债券待偿还剩余本金总额的 0.26 倍；经营活动产生的现金流量净额为-12.72 亿元，对上述债券本金和利息无保障能力。2017 年公司 EBITDA 为 5.65 亿元，为上述存续债券待偿还剩余本金总额的 0.14 倍。总体看，公司 2017 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对上述存续债券待偿还剩余本金总额的保障能力较差。

考虑到公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体，在债务置换、财政补贴等方面得到了政府持续支持，上述存续债券到期不能偿付的风险很低。

十一、结论

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 邵阳城建 MTN001”、“16 邵阳城建 MTN002”、“17 邵阳城投 MTN001”、“17 邵阳城投 MTN002”和“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01” 的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 2　截至 2018 年 3 月底公司纳入合并范围的一级子公司明细

序号	子公司名称	业务性质	直接持股比例(%)
1	邵阳市经济建设投资公司	投资	100.00
2	邵阳市城建监理有限公司	工程监理	100.00
3	邵阳市宝庆科技工业园投资开发有限公司	市政项目开发	91.50
4	邵阳市交通基础设施建设有限公司	市政项目开发	99.02
5	邵阳市城乡建设投资发展有限公司	市政项目开发	97.50
6	邵阳市新华片区开发建设有限公司	市政项目开发	100.00
7	湖南邵阳经济开发区开发总公司	市政项目开发	100.00
8	邵阳市城投保障性住房开发有限公司	保障房开发	71.43
9	邵阳市桃花体育中心片区建设有限责任公司	市政项目开发	100.00
10	邵阳市燃气公司	燃气生产和供应	100.00
11	邵阳市自来水公司	自来水供应；管道工程建设	100.00
12	邵阳市污水处理厂	城市污水处理；	100.00
13	邵阳市文化宫棚户改造项目建设有限公司	棚户区开发	100.00
14	邵阳市口岸建设有限责任公司	市政项目开发	100.00
15	邵阳市新城文化产业片区投资建设有限公司	市政项目开发	100.00
16	邵阳市城邑水利投资开发有限公司	市政项目开发	100.00
17	邵阳市城投博大教育投资开发有限公司	政府教育项目的投资	100.00
18	邵阳市城建测绘有限公司	测绘	100.00
19	邵阳市北塔区城乡建设投资有限责任公司	市政项目开发	100.00
20	邵阳市航空产业发展投资有限责任公司	航线开发	100.00
21	邵阳市东成快线项目建设有限公司	市政项目开发	100.00

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.98	54.63	103.04	104.99
资产总额(亿元)	456.38	571.43	719.45	741.75
所有者权益(亿元)	247.84	250.25	340.88	343.05
短期债务(亿元)	7.18	3.30	19.52	19.42
长期债务(亿元)	136.97	194.99	267.67	270.92
全部债务(亿元)	144.16	198.29	287.18	290.35
营业收入(亿元)	26.07	22.59	28.09	1.51
利润总额(亿元)	4.16	2.90	2.96	-1.12
EBITDA(亿元)	5.84	4.92	5.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.95	16.62	-12.72	-1.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.88	0.64	0.55	--
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	56.19	72.53	23.94	223.07
营业利润率(%)	10.60	9.09	14.65	-5.23
总资本收益率(%)	1.49	0.96	0.69	--
净资产收益率(%)	1.54	1.13	0.64	--
长期债务资本化比率(%)	35.59	43.79	43.98	44.13
全部债务资本化比率(%)	36.78	44.21	45.72	45.84
资产负债率(%)	45.70	56.21	52.62	53.75
流动比率(%)	544.77	444.59	477.36	449.10
速动比率(%)	197.10	193.13	256.26	245.51
经营现金流动负债比(%)	2.99	18.25	-11.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.68	0.27	0.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.69	40.31	50.79	--

注：1. 2015 年财务数据采用 2016 年财务报表期初调整数，2018 年 1~3 月财务报表未经审计；2.长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算。

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	（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-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/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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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　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 5-3　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。