信用等级公告

联合〔2019〕1490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其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，维持“16邵阳湘商项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日

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：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	10.90	9.42	1.11
资产总额(亿元)	196.31	221.53	229.71
所有者权益(亿元)	121.97	123.23	124.47
短期债务(亿元)	8.51	14.11	14.74
长期债务(亿元)	39.78	46.39	43.87
全部债务(亿元)	48.29	60.50	58.61
营业收入(亿元)	4.38	4.98	5.18
利润总额(亿元)	1.05	1.26	1.18
EBITDA(亿元)	1.13	1.44	1.67
经营性净现金流(亿元)	-10.51	-13.74	-2.00
应收类款项/资产总额(%)	7.88	9.10	10.31
营业利润率(%)	14.31	10.87	10.44
净资产收益率(%)	0.86	1.02	0.95
资产负债率(%)	37.87	44.37	45.82
全部债务资本化比率(%)	28.36	32.93	32.02
流动比率(%)	1093.42	896.48	772.27
经营现金流动负债比(%)	-61.51	-61.52	-7.60
全部债务/EBITDA(倍)	42.90	41.88	35.04

分析师：兰 迪　楚方媛
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，职能定位和经营范围未发生变化。跟踪期内，公司营业收入有所增长，公司在资金补贴和债务置换等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司现金类资产明显减少，资产流动性及盈利能力弱、短期偿债压力明显上升、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。

“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，公司在资金补贴和政府债务置换方面持续获得有力的外部支持。
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投资情况及未来收益情况。
2. 跟踪期内，公司现金类资产显著减少，资产中存货以及应收类款项占比仍大，流动性较弱，整体资产质量一般；利润总额对政府补助依赖性依然强，整体盈利能力弱。
3. 公司在建及拟建项目待投资规模较大，面临较大的投资压力。
4. 公司现金类资产规模小，短期偿债压力明显上升。

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、企业基本情况

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2018年底，公司资产总额229.71亿元，所有者权益124.47亿元；2018年，公司实现营业收入5.18亿元，利润总额1.18亿元。

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。公司将于2019年7月4日偿还本金1.125亿元。

“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、办公楼并对外出租或出售。

截至2018年底，“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年底，募投项目已投资27.39亿元，募投项目整体基本完工。募投项目实际投资金额超出预计总投资4.76亿元。

截至2018年底，募投项目已开始引进企业进驻，产生收益规模较小。

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	15.00	15.00	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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券	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；

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

资源来源：联合资信整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

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。

跟踪期内，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。

2018 年，邵阳市完成地区生产总值 1782.65 亿元，增长 7.6%。三次产业结构由上年的 19.7：35.2：45.1 调整为 16.6：35.2：48.2；第三产业占比进一步提升。按常住人口计算，2018 年，邵阳市全市人均 GDP24178 元，增

长 7.2%。

2018 年，邵阳市全部工业实现增加值 516.12 亿元、增长 7.4%，占 GDP 的比重为 29.0%，对 GDP 增长的贡献率为 30.2%；全市产值过亿元的企业 566 家。全市固定资产投资同比增长 10.0%，其中房地产投资 190.25 亿元、增长 12.4%。

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技术开发区。

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

受非税收入下降影响，2018 年邵阳市地方一般预算收入略有下降；邵阳市财政自给能力仍很弱。跟踪期内，公司继续获得财政补贴、债务置换等方面的大力支持。

根据《邵阳市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年，全市一般公共预算收入完成 157.73 亿元，增长 2.85%。剔除压减非税收入，同口径增长 10.07%。其中，地方收入完成 94.24 亿元，下降 3.4%；上划省级收入完成 11.05 亿元，增长 13.6%；上划中央收入完成 52.45 亿元，增长 13.83%。全市地方收入中税收收入完成 56.68 亿元，增长 15.82%，占全市地方一般公共预算收入的 60.15%，一般公共预算收入质量一般。全市非税收入完成 37.56 亿元，下降 22.75%，占全市地方一般公共预算收入的 39.85%。2018 年，全市政府性基金收入完成 98.21 亿元。

全市一般公共预算支出完成 559.67 亿元，增长 9.57%。2018 年邵阳市财政自给率 16.84%，财政自给能力很弱。

资金补贴

2018 年，公司收到政府补贴 1.16 亿元，在“其他收益”科目反映。

政府债务置换

跟踪期内，公司通过政府置换存量债务规模共计 7.92 亿元。其中，2018 年 6 月，公司收到 1.26 亿元政府置换资金用于置换中国建设银行股份有限公司债务；此外，根据邵阳市财政局 2018 年 8 月 29 日出具的《邵阳市财政局关于下达 2018 年市县第五批公开发行置换债券资金的通知》（邵财金指〔2018〕5 号），邵阳经开区管委会上报的存量或有债务转化为政府债务的申请已经省财政厅《关于 2018 年或有债务转化政府债务的批复》（湘财债管函〔2018〕10 号）批准，邵阳经开区共 6.66 亿元存量或有债务转化为政府债务，该额度均用来置换公司存量债务。以上置换债务在“长期应付款”科目反映

截至 2018 年底，公司政府类债务全部置换完毕。

3. 人员素质

跟踪内，公司法定代表人、董事长和总经理变更为伍旺勇，属于公司正常人士变动，未对公司日常经营管理产生重大不利影响。

伍旺勇，男，汉族，1975 年 9 月出生，在职研究生学历，法学专业。曾任职邵阳市双清区高崇山镇任党委书记、邵阳市邵阳经济开发区管委会纪委书记、管委会主任助理；2019 年 5 月 31 日至今，担任公司董事长、总经理兼法定代表人。

4. 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），跟踪期内，公司过往债务履约情况良好。截至 2019 年 6 月 10 日，公司无未结清的关注类/不良或违约类信贷信息记录；已结清信贷记录中有 2 笔欠息记录，

其中，1 笔欠息记录经中国建设银行邵阳分行营业部核实，系法定节假日顺延造成支付延迟，并未企业恶意欠息；另 1 笔欠息记录，经公司查证系财务人员操作失误，并于应还款日次日及时还款，并非恶意欠息。

截至 2019 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，公司营业收入小幅增长；收入结构有所变化，跟踪期内，公司未产生代建项目收入；公司收入构成以土地开发收入为主；土地开发业务回款滞后。

2018 年，公司实现营业收入 5.18 亿元，同比增长 4.02%，未产生代建项目收入。毛利率方面，公司土地开发业务毛利率未发生变动，综合毛利率同比略有下降，主要系毛利率较高的代建项目未实现收入所致。公司其他业务收入主要系工业厂房租售收入，随着自营性厂房的陆续完工，公司其他业务收入规模有所增加。

表 3　2017~2018 年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	4.35	87.41	14.17	4.52	87.20	14.17
代建项目收入	0.58	11.64	20.77	--	--	--
其他业务收入	0.05	0.95	-26.78	0.66	12.80	-5.13
合计	**4.98**	**100.0**	**14.55**	**5.18**	**100.00**	**11.70**

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，业务回款仍滞后。公司在建、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。

2018 年，公司土地整理业务确认收入 4.52 亿元，同比小幅增加，主要系彩虹集团（邵阳）特种玻璃地块、智能制造产业小镇（工业 4.0）二期等地块出让所致；全年收到回款 3.10 亿元。跟踪期内，公司回款质量有所改善，但整体来看，公司土地整理业务回款仍滞后，回款效率较低。

截至 2018 年底，公司已整理的土地账面价值约 20 亿元，计划在两年内出让；在整理土地总投资约 60 亿元，尚需投资 40 亿元。截至 2018 年底，公司土地开发业务拟建项目总投资合计 10.00 亿元，主要系电子信息产业园、创新产业中心一期等项目投资；总体看，公司投资压力较大。

跟踪期内，受完工进度影响，公司未实现代建业务收入。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。

2018 年，公司无代建项目完工，故未确认收入；2018 年底，公司主要在建代建项目总投资额 20.84 亿元，已投资 12.97 亿元，在建项目目前尚未完工，公司面临一定的资金支出压力。

表 4　2018 年底公司主要在建代建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	是否签订协议	拟回购总额
砂塘公租房小区	71172.00	25829.30	是	85406.40
大元公租房小区	48345.00	13933.37	是	58014.00
大兴棚户区改造	11041.00	6217.07	是	13249.20
荷龙棚户区改造	10368.00	8233.69	是	12441.60
集仙保障性安居小区（棚改）	17850.00	33696.14	是	40435.37
爱莲池路	24447.00	21927.83	否	29336.40
广信路	12230.40	7648.41	否	14676.48
进站路	12989.40	12212.76	否	15587.28
合计	**208442.80**	**129698.57**	--	**269146.73**

注：拟回购金额与实际回购金额可能会有差异

资料来源：公司提供

随着园区厂房的陆续完工，公司园区租售业务收入规模有所增长；公司自营性项目待投资规模较大，公司面临较大的筹资压力。

2018年，公司其他业务实现收入0.66亿元，较上一年大幅增加，其他业务收入主要来源于园区厂房租售收入；收入规模较上一年大幅增加系随着自有厂房湘商产业园一期项目陆续完工及招商引资政策推动下入园企业增加租赁收入和物业管理所致。同期，公司其他业务毛利率为-5.13%；跟踪期内，公司其他业务毛利率为负，且波动大主要系园区厂房修缮支出规模和周期存在不确定性，且每年计提折旧影响所致。截至2018年底，公司在建自营性项目总投资39.43亿元，已投资19.86亿元，资金来源于公司自筹，公司未来面临一定的资金压力。

表 5　2018 年底公司在建自营项目明细

（单位：亿元）

项目名称	运营模式	总投资	已投资额
湘商产业园标准厂房配套区	出租及出售	6.70	1.08
邵阳经济开发区智慧停车场项目	出租、收费	10.10	0.02
湘商产业园一期项目	出租及出售	22.63	18.76
合计		**39.43**	**19.86**

注：三一配套工程已投资额为 35 万元；湘商产业园一期部分完工段转投资性房地产

资料来源：公司提供

3．未来发展

公司未来土地整理和代建业务待投资金额较大，未来业务持续性较好。公司自营性项目总投资较大，存在较大的投资压力。

截至 2018 年底，公司在建土地整理项目、代建项目以及自营项目投资规模较大。自营项目主要包括湘商产业园标准厂房配套区、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。

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。

八、财务分析

公司提供了 2018 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。2018 年，公司合并财务报表范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；现金类资产显著减少，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，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 229.71 亿元，同比增长 3.69%，主要系存货和投资性房地产增长所致。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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.42	4.25	1.11	0.48
应收账款	11.88	5.36	13.58	5.91
预付款项	2.51	1.13	0.18	0.08
其他应收款	7.58	3.42	7.27	3.16
存货	168.79	76.19	181.33	78.94

流动资产	**200.20**	**90.37**	**203.71**	**88.68**
投资性房地产	0.70	0.32	16.13	7.02
在建工程	17.66	7.97	3.51	1.53
非流动资产	**21.33**	**9.63**	**26.00**	**11.32**
总资产	**221.53**	**100.00**	**229.71**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司流动资产203.71亿元，同比增长1.75%。跟踪期内，公司货币资金大幅下降，截至2018年底，公司货币资金1.11亿元，较上年底下降88.18%，主要系用于经营投入和偿债本息支出所致，无受限资金。受收入回款滞后影响，公司应收账款上升至13.58亿元，同比增长14.28%。其中，95.76%的应收账款为对邵阳市经济开发区管委会和邵阳市财政局款项，其余全部按账龄计提坏账准备，账龄在1年以内占比75.86%，剩余账龄均在4年以上，共计提坏账准备0.22亿元。随着公司在建项目的持续投入，公司预付款项大幅减少至0.18亿元。公司其他应收款7.27亿元，较上年底下降4.04%，主要系应收邵阳市政府部门往来款收回所致。公司其他应收款中，应收邵阳市政府所属部门及政府投资单位和关联方款项占比36.67%，此部分未计提坏账准备；剩余部分根据账龄法计提坏账，账龄在1年以内占比49.78%，1~2年占比38.85%，账龄较短，共计提坏账准备0.16亿元。从应收对象性质来看，拓浦精工智能制造（邵阳）有限公司和邵阳阳光发制品有限公司为民营企业，公司以其应收对象的在建工程项目和土地资产进行反担保。跟踪期内，公司应收类款项/资产总额小幅增加至10.31%。截至2018年底，公司存货181.33亿元，同比增长7.43%。其中，存量土地108.92亿元，规模较上一年保持稳定，全部系划拨地，已办理土地使用权证，但尚未缴纳土地出让金，因此，无法直接在二级市场交易；开发成本72.41亿元，较2017年底增加12.54亿元，主要系土地整理项目和代建项目投入增长。

截至2018年底，公司非流动资产26.00亿元，较上年底增长21.89%，主要系在建工程中自营性厂房持续增加投入所致。跟踪期内，公司投资性房地产大幅增加至16.13亿元，主要系在建工程中湘商产业园项目部分转入投资性房地产所致，投资性房地产采用成本法计量，相关产权证书尚在办理中。截至2018年底，公司在建工程为3.51亿元，主要为公司自营性项目智慧停车场和标准厂房配套区项目投入。

截至2018年底，公司受限资产主要为土地使用权，账面价值合计19.49亿元，占资产总额的8.48%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构基本保持稳定。

截至 2018 年底，公司所有者权益 124.47 亿元，较上年底增长 1.00%，主要系未分配利润的增长。公司所有者权益结构保持稳定。

跟踪期内，公司调整后有息债务规模有所增长，以长期债务为主。公司短期偿债规模较大，整体债务负担一般。

截至 2018 年底，公司负债总额 105.24 亿元，同比增长 7.06%，系其他应付款、应付债券和长期应付款增长所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.50	6.61	4.33	4.11
其他应付款	4.96	5.05	9.07	8.62
一年内到期的非流动负债	7.61	7.74	10.41	9.89
流动负债	**22.33**	**22.72**	**26.38**	**25.07**
长期借款	14.22	14.47	8.85	8.41
应付债券	32.17	32.73	35.02	33.28
长期应付款	29.58	30.09	34.99	33.25
非流动负债	**75.97**	**77.28**	**78.86**	**74.93**
负债总额	**98.30**	**100.00**	**105.24**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 26.38 亿元，同比增长 18.12%。跟踪期内，公司短期借款规模下降至 4.33 亿元，主要为保证借款和抵押借款。其他应付款增至 9.07 亿元，同比增长 82.75%，主要系应付邵阳市城市建设

投资经营集团有限公司（同一实际控制人下国企）资金往来款增加所致；一年内到期的非流动负债 10.41 亿元，同比增长 36.85%，其中一年内到期的长期借款 5.30 亿元、长期应付款 3.99 亿元，一年内到期的应付债券 1.125 亿元（系本期跟踪企业债分期偿还本金部分）。

截至 2018 年底，公司非流动负债 78.86 亿元，同比增长 3.81%，主要系跟踪期内，公司新发行规模 4.00 亿元的“18 邵阳建投 PPN001”增加应付债券规模，及新增政府置换债务和部分融资租赁款增加长期应付款规模所致。跟踪期内，公司长期借款下降至 8.85 亿元，全部为保证和抵押借款。应付债券增至 35.02 亿元；长期应付款增至 34.99 亿元，长期应付款主要由融资租赁款和政府置换债务构成。

截至 2018 年底，公司全部债务 58.61 亿元（其中长期债务占比 74.85%），较上年底下降 3.12%。同期，公司资产负债率有所增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所下降，2018 年底分别为 45.82%、32.02%、26.06%。若将长期应付款纳入有息债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 93.60 亿元（长期债务占比 84.25%），较上年底增长 3.92%；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均略有增长，分别为 42.92%和 38.79%。2019~2021 年，公司每年需偿还债务规模分别为 14.58 亿元、25.04 亿元和 11.14 亿元。公司短期偿债规模较大，整体债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用保持稳定；公司利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力仍弱。

2018 年，公司实现营业收入 5.18 亿元，同比增长 4.05%；增速有所放缓，主要系跟踪期内公司无完工代建项目，未确认代建收入。跟踪期内，公司营业利润率保持稳定，2018 年为 10.44%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年期间费用 0.45 亿元，同比变化不大。2018 年公司期间费用率为 8.70%，较 2017 年变化较小，期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司其他收益 1.16 亿元，系收到政府补助，较上年保持稳定。2018 年公司利润总额 1.18 亿元，公司利润对政府补助依赖性强。

从盈利指标看，2018 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.62%和 0.95%，较 2017 年略有下降，公司盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金流持续保持净流出，但净流出规模有所下降；筹资活动现金流入规模大幅下降，筹资活动现金流转为净流出。

经营活动方面，跟踪期内，公司主营业务现金流入规模无法覆盖主营业务支出，公司主营业务支出对政府补贴和往来款流入依赖程度高，公司经营活动现金流净流出规模大幅下降。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金3.81亿元，较上年底增长153.12%。主要为土地整理业务回款。公司现金收入比小幅增加至73.59%，公司收现质量有所改善，但整体收现质量仍一般。2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金4.38亿元，较上年底下降22.19%，主要系政府补贴资金和拆借往来款。2018年，购买商品、接受劳务支付的现金8.13亿元，较上年底下降54.66%，主要系当年项目建设支出大幅下降。支付其他与经营活动有关的现金1.80亿元（主要为往来款），较上年底下降31.13%。公司经营活动产生的现金流量净额为-2.00亿元，净流出规模同比大幅下降。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金0.80亿元，系公司对外借款资金占用收入。同期，公司投资活动现金流出5.99亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金1.29亿

元，主要系对智慧停车场，标准厂房配套等自营性项目投入；投资支付的现金1.12亿元，主要系对园区内联营企业的投资增加所致；支付其他与投资活动有关现金3.58亿元，主要系其他应收款中支付的借款。公司投资活动产生的现金流量净额为-5.18亿元，较上年略有下降。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资活动现金流入量大幅下降，2018年，公司筹资活动现金流入25.38亿元，主要系取得借款收到的现金，同期，公司发行债券和往来款规模现金流入规模均大幅下降，筹资活动现金流入整体呈现收缩态势；2018年，公司筹资活动现金流出26.50亿元，系偿还债务本息的现金流出。跟踪期内，公司对外融资收缩，公司筹资活动净现金流由大幅流入转为流出，公司2018年筹资活动产生的现金流量净额为-1.12亿元。考虑到在建及拟建项目规模大，公司未来将面临一定的筹资压力。

5. 偿债能力

公司长短期偿债能力均较弱。考虑到股东对公司的支持力度较大及间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为772.27%和84.83%，较上年底有所下降。2018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。截至2018年底，公司短期债务14.74亿元，现金类资产是短期债务的0.08倍，保障能力差。公司短期偿债压力明显上升。

2018年，公司EBITDA为1.67亿元，较上年增长15.97%，主要系折旧规模增加所致。调整后全部债务/EBITDA由上年的62.36倍下降至55.95倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2018年底，公司银行授信总额度为57.68亿元，尚有27.05亿元额度未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司对外担保余额3.70亿元，相当于2018年底所有者权益的3.00%。被担保企业主要是当地平台公司以及工业园区入园企业。其中，对平台公司的担保余额合计1.10亿元。其余为对入园企业的担保合计2.60亿元，主要系对邵阳市宝庆工业集中区宝丰服饰箱包产业园建设有限公司（公司子公司持股10%）。总体看，公司或有负债风险较小。

总体看，考虑到公司间接融资渠道畅通，及股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

6. 公司本部财务分析

公司本部资产规模是合并口径资产总额的最重要组成部分。截至2018年底，公司本部资产总额241.60亿元，占合并口径的93.42%；公司本部存货和应收类款项规模大，以流动资产为主，与合并口径资产结构一致；同期，公司本部资产负债率42.07%。2018年，公司本部实现营业收入4.28亿元，占合并口径的82.58%，公司主要经营业务集中在公司本部；同期，公司本部净利润为1.07亿元，占合并口径的90.89%。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额36.50亿元，一年内到期的应付债券规模较小，存续债券的短期偿债压力较小。公司2020年预计为偿债高峰期，公司面临一定的集中偿债压力。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券规模为“16邵阳湘商项目债”分期偿还本金1.125亿元。截至2018年底，公司存续债券包括“16邵阳湘商项目债”“17宝庆01”“17邵阳建设PPN001”和“18邵阳建投PPN001”。其中，“17宝庆01”“17邵阳建设PPN001”和“18邵阳建投PPN001”均附有投资者选择回售权，假设三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，预计合计偿还19.00亿元。2018年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为1.11亿元、8.19亿元、-2.00亿元和1.67亿元，对公司存续债券保障情况如下表。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，公司面临一定的集中偿债压力。

表8　截至2018年底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	1.125
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	0.99
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.43
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	无法覆盖
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.09

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。

邵阳城投是邵阳市国资委全资持有的国有独资企业，拥有邵阳市燃气公司、邵阳市自来水公司、邵阳市污水处理厂等子公司。截至2018年底，邵阳城投注册资本5亿元，邵阳市国资委是邵阳城投的股东及实际控制人。

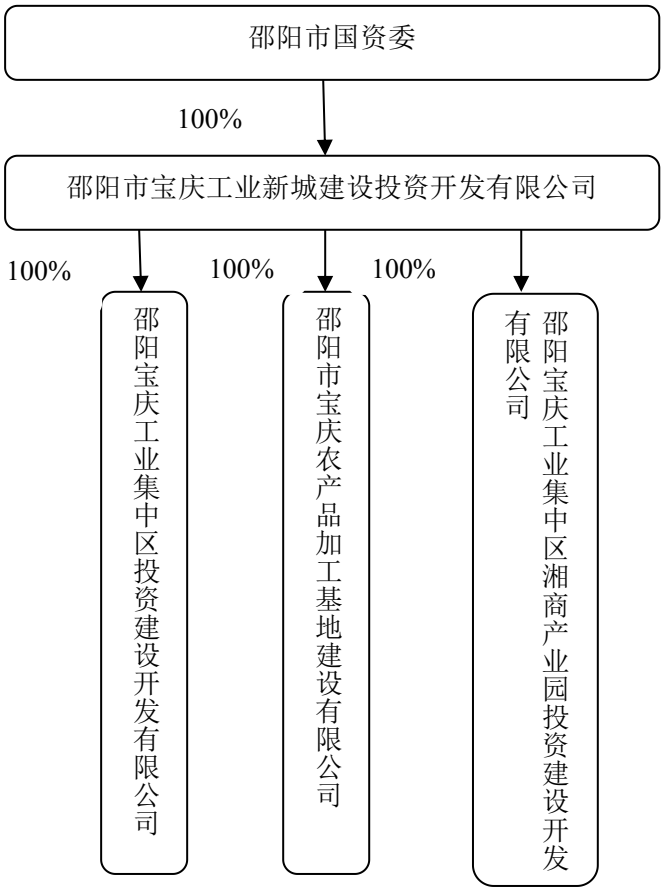
截至2018年底，邵阳城投资产总额737.00亿元，所有者权益378.16亿元。2018年，邵阳城投实现营业收入34.02亿元，利润总额3.28亿元。

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。

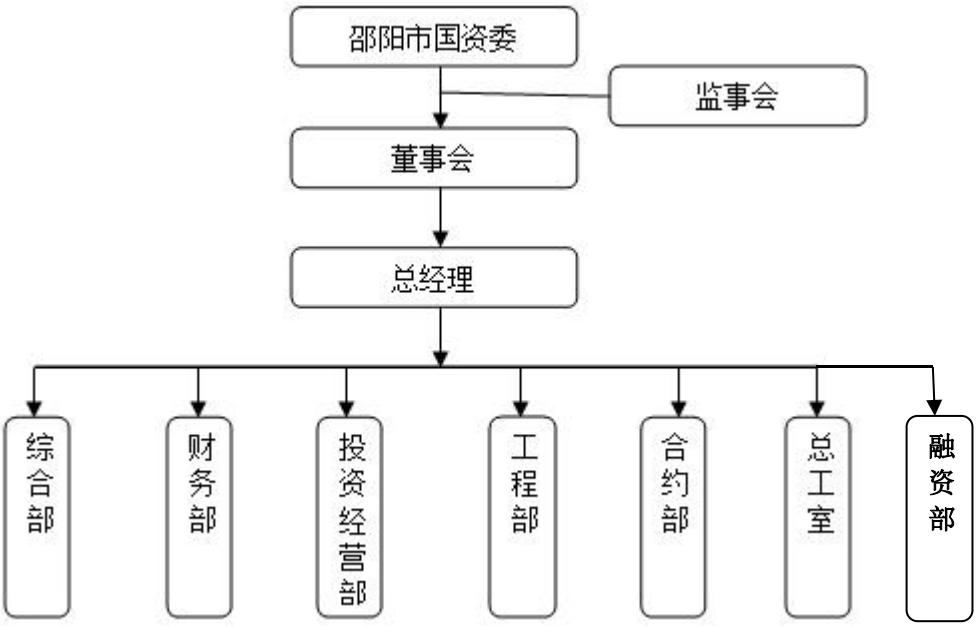
十、结论

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　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.90	9.42	1.11
资产总额(亿元)	196.31	221.53	229.71
所有者权益(亿元)	121.97	123.23	124.47
短期债务(亿元)	8.51	14.11	14.74
长期债务(亿元)	39.78	46.39	43.87
调整后长期债务(亿元)	57.25	75.97	78.86
全部债务(亿元)	48.29	60.50	58.61
调整后全部债务(亿元)	65.76	90.08	93.60
营业收入(亿元)	4.38	4.98	5.18
利润总额(亿元)	1.05	1.26	1.18
EBITDA(亿元)	1.13	1.44	1.67
经营性净现金流(亿元)	-10.51	-13.74	-2.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.71	0.49	0.41
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比(%)	29.62	30.25	73.59
营业利润率(%)	14.31	10.87	10.44
应收类款项/资产总额(%)	7.88	9.10	10.31
总资本收益率(%)	0.64	0.76	0.73
调整后总资本收益率(%)	0.58	0.65	0.62
净资产收益率(%)	0.86	1.02	0.95
长期债务资本化比率(%)	24.59	27.35	26.06
调整后长期债务资本化比率(%)	31.94	38.14	38.79
全部债务资本化比率(%)	28.36	32.93	32.02
调整后全部债务资本化比率(%)	35.03	42.23	42.92
资产负债率(%)	37.87	44.37	45.82
流动比率(%)	1093.42	896.48	772.27
速动比率(%)	259.27	140.64	84.83
经营现金流动负债比(%)	-61.51	-61.52	-7.60
全部债务/EBITDA(倍)	42.90	41.88	35.04
调整后全部债务/EBITDA(倍)	58.42	62.36	55.95

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　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

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。

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

信用等级公告

联合〔2019〕1425号

联合资信评估有限公司通过对邵阳市城市建设投资经营集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持邵阳市城市建设投资经营集团有限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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十七日

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	跟踪评级结果	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：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.63	103.04	52.09	53.32
资产总额(亿元)	571.43	719.45	737.00	747.18
所有者权益(亿元)	250.25	340.88	378.16	378.53
短期债务(亿元)	3.30	19.52	7.97	13.67
长期债务(亿元)	194.99	267.67	236.26	235.68
全部债务(亿元)	198.29	287.18	244.23	249.35
营业收入(亿元)	22.59	28.09	34.02	0.96
利润总额(亿元)	2.90	2.96	3.28	0.38
EBITDA(亿元)	4.92	5.65	5.52	--
经营性净现金流(亿元)	16.62	-12.72	14.07	1.46
营业利润率(%)	9.09	14.65	13.37	13.60
净资产收益率(%)	1.13	0.64	0.85	--
资产负债率(%)	56.21	52.62	48.69	49.34
全部债务资本化比率(%)	44.21	45.72	39.24	39.71
流动比率(%)	444.59	477.36	422.17	390.43
经营现金流动负债比（%）	18.25	-11.93	11.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	40.31	50.79	44.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.27	0.38	0.33	--

注：1.2019 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。

[1]存续期债券中标注为*的债券为可续期中期票据，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，在股权划转、债务置换和财政补贴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”）关注到公司资产流动性弱、未来代建业务存在不确定性、整体盈利能力弱、对外担保规模大等因素对公司信用水平可能带来的负面影响。

跟踪期内，邵阳市经济稳步发展，为公司发展提供了较好的外部环境，邵阳市政府在债务置换、政府补助等方面持续给予公司大力支持，公司整体偿债能力很强。

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 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，公司外部发展环境较好。
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，并在股权划转、债务置换和财政补贴等方面得到了政府的大力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项金额较大，对资金占用明显，存货中土地资产受限比例高，资产流动性弱。
2. 公司大部分拟建项目和部分代建项目暂缓，未来代建业务存在不确定性；在建项目投资规模较大，公司存在较大投资压力。

分析师
李海宸　唐　嵩

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. 公司受监管影响，被暂停银行间市场融资业务 7 个月，该事项已于 2019 年 3 月份到期，但后续融资情况值得关注。
4. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。
5. 公司 2020 年偿债压力较大。

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、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”）股东发生调整。根据邵阳市人民政府专题会议纪要（邵市府阅〔2018〕54号），公司出资人于2018年11月2日由邵阳市人民政府变更为邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“邵阳市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，邵阳市国资委为唯一股东，是公司的实际控制人。

截至2018年底，公司资产总额737.00亿元，所有者权益378.16亿元。2018年公司实现营业收入34.02亿元，利润总额3.28亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额747.18亿元，所有者权益378.53亿元。2019年1-3月，公司实现营业收入0.96亿元，利润总额0.38亿元。

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，公司已按时付息。

表1　跟踪评级债券概况（亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
16邵阳城建MTN001	5亿元	2016/1/25	5	4.20
16邵阳城建MTN002	5亿元	2016/3/29	5	3.98
17邵阳城投MTN001	10亿元	2017/6/26	3+N	6.48
17邵阳城投MTN002	10亿元	2017/10/20	3+N	6.13
17邵阳城投债01/17邵阳01	10亿元	2017/9/1	7	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2019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月和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，均为可续期债券。截至2019年3月底，公司上述债券所募集的20亿元资金已使用11.53亿元，剩余8.47亿元尚未使用。

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。“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，调整年度投资计划。2018年9月25日，审计署发布《2018年第48号公告：2018年第二季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果》，公告显示，湖南省邵阳市提前归还违规举借的部分政府隐性债务，取得较好的成效。公司积极落实整改措施，针对通过融资租赁等形成的政府隐性债务，公司已采取提前偿还、合规资产置换、释放融资担保公司资本金以及收回其他单位借款等方式进行整改。联合资信将持续关注上述事件后续发展对公司经营的影响。

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，

主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩

大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

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

府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

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

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

2. 区域经济环境

根据《2018 年邵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年邵阳市完成地区生产总值 1782.65 亿元，增长 7.6%（与上年比较，下同）。其中第一产业完成增加值 295.82 亿元，增长 3.6%，第二产业完成增加值 626.83 亿元，增长 7.3%，第三产业完成增加值 860.01 亿元，增长 9.4%。按常住人口计算，全市人均 GDP24178 元，增长 7.2%。三次产业结构由上年的 19.7:35.2:45.1 调整为 16.6:35.2:48.2，第三产业比重继续增加。

邵阳市固定资产投资规模持续扩大。2018 年，全市固定资产投资同比增长 10.0%，其中房地产投资 190.25 亿元，增长 12.4%。从产业来看，第一产业完成投资额同比增长 19.5%；第二产业完成投资额增长 46.0%；第三产业完成投资额下降 5.6%。全市基础设施投资同比下降 8.4%。

根据《邵阳市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年邵阳市财政总收入 157.73 亿元，增长 2.85%。全市地方财政收入 94.24 亿元，下降 3.40%，其中税收收入 56.68 亿元，增长 15.82%；非税收入 37.56 亿元，下降 22.75%。税收收入占全市地方一般公共预算收入的比重为 60.15%，财政收入结构有所改善。2018 年，政府性基金收入完成 98.21 亿元。

政府性债务方面，截至 2018 年底，邵阳市本级政府债务限额 151.22 亿元，其中一般债务限额 63.88 亿元，专项债务限额 87.34 亿元；截至 2018 年 12 月 17 日，邵阳市本级政府债务余额 151.22 亿元。省政府债券转贷方面，2018 年湖南省财政厅下达邵阳市本级地方政府债券 59.09 亿元，其中置换债券 28.35 亿元，用于置换公司和邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司存量政府债务。邵阳市地方政府债务负担重。

整体看，跟踪期内，邵阳市经济稳步增长；地方财政收入略有下降，但税收收入占比上升，收入结构有所改善；政府债务负担重。

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，并在股权划转、债务置换和财政补贴等方面持续得到政府支持。

2017 年 12 月，根据邵阳市人民政府市政函〔2017〕199 号文，邵阳市人民政府将邵阳武冈机场建设有限责任公司和邵阳武冈机场有限责任公司 100%股权无偿划转至公司子公司邵阳市航空产业发展投资有限公司；2018 年，根据公司与邵阳市国资委签署的股权转让协议，公司无偿受让邵阳市国资委所持的邵阳市交通建设投资有限公司 100%股权和邵阳市

水务投资集团有限公司 100%股权。上述变动增加公司资本公积 13.83 亿元。

2018 年，公司收到政府给予的经营补助 2.31 亿元，计入“其他收益”。

2019 年 1 月，根据邵市政函〔2019〕4 号文件，邵阳市人民政府将债务置换形成的债权转增资本公积，公司资本公积增加 21.50 亿元。

根据企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10430502000155708），截止 2019 年 6 月 4 日，公司本部无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，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务主要包括土地开发、基础设施代建、供排水及燃气、工程施工和机场管理五大板块。

2018 年，公司实现营业收入 34.01 亿元，同比增长 21.11%，主要系土地出让单价大幅增长导致土地开发收入增加以及机场管理收入增加所致。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，2018 年上述三项业务收入占主营业务收入的比重达 90.82%。

2018 年，因机场航班较少而运行保障等固定成本较高，机场管理业务毛利率持续为负。受此影响，公司综合毛利率为 13.48%，较上年有所下降。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.96 亿元，相当于上年全年收入的 2.82%，主要系基础设施代建业务于年底确认收入；综合毛利率为 14.50%。

表 3　2017—2018 年及 2019 年 1-3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	4.54	16.17	30.90	7.25	21.33	37.54	--	--	--
基础设施代建	19.08	67.94	9.14	20.78	61.11	12.75	--	--	--
供排水及燃气	2.36	8.40	8.75	2.85	8.38	10.73	0.88	91.16	12.09
工程施工	0.71	2.53	67.32	1.14	3.35	46.64	0.04	4.49	100.00
其他	0.83	2.95	99.64	0.07	0.19	96.33	0.01	0.68	100.00
机场管理	0.57	2.02	-89.97	1.92	5.64	-88.09	0.04	3.67	-45.89
合计	**28.08**	**100.00**	**14.76**	**34.01**	**100.00**	**13.48**	**0.96**	**100.00**	**14.50**

资料来源：公司提供

注：1.公司其他收入主要系安置房移交收入、监理费等；2.分项收入加总与合计数不同系四舍五入所致。

2. 业务经营分析

土地开发业务

跟踪期内，公司土地一级开发整理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，取得的土地转让收入直接进入市财政局专户，财政局在经过审计后，向发行人支付土地整理相关成本及收益，公司以此确认收入，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。

2018 年，公司共出让土地 262.97 亩，实现土地开发收入 7.25 亿元，同比增长 59.74%，主要系出让土地主要为商住用地且成交单价较高所致；当期收到回款 7.25 亿元。公司不同地块土地整理成本和成交价格有所差异，各

年土地开发业务毛利率变动较大。2018 年，受益于部分土地出让价格较高，公司土地开发业务毛利率为 37.54%，较 2017 年增长 6.64 个百分点。2019 年 1~3 月，公司未实现土地开发收入。

表 4　2018 年公司土地出让明细情况（单位：亩，万元）

序号	地块编号	面积	土地整理投入	确认土地收入	收到回款
1	桃花新城 12-08 地块	137.39	18904	29300	29300
2	桃花新城 12-01、12-02 地块	133.57	25493	41760	41760
3	北塔四期地块	7.01	1112.95	2667.27	2667.27
4	桃花新城 6-18c 地块	-15.00	-211.89	-1200	-1200
合计		**262.97**	**45298.06**	**72527.27**	**72527.27**

注：桃花新城 6-18c 地块系公司根据政府指示进行退地。
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，近三年，公司累计出让土地 1163.6 亩，累计确认收入 14.53 亿元，已全部回款。截至 2018 年底，公司已整理待出让的土地约 1000 亩，未来土地开发业务可持续性较好。2019 年，公司计划出让土地 20 宗，面积约 820.00 亩，预期土地成交价款约 15 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。从实际来看，2017 年和 2018 年，由于成本上升，政府回购实际加成比例均为 18%。根据邵阳市人民政府出具的 2018 年市政项目结算文件，公司当年结算的代建项目包括宝庆路提质改造（邵水桥东至火车北站段）项目和东互通连接线项目，公司 2018 年实现基础设施代建业务收入 20.78 亿元，收到回款 19.65 亿元。

公司在建项目投资规模大，主要包括 2016 年城市棚户区改造、新城大道、邵阳市体育中心、资江北路（资江一桥-苗儿大桥）等项目，总投资 518.09 亿元。2018 年 4 月 7 日，根据湖南省财政厅《湖南省财政厅关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，为防范化解政府性债务风险，各地应按照“停、缓、调、撤”的原则压减投资项目。公司根据文件精神，对项目建设规划进行了调整，截至 2019 年 4 月底，大部分拟建项目以及部分在建项目处于暂缓状态，复工时间不确定，代建业务受到影响。若暂缓项目确定不再继续实施，根据邵阳市政府《“防、控、化、改、转”——邵阳市全力打好防范化解政府性债务风险攻坚战》，邵阳市将整合政府性基金、国有资本经营预算、国有资产处置收入等财政性资金，用于支付历史遗留的存量代建项目款项。

表 5　截至 2019 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 2019 年 3 月底累计投资额	未来投资额
雪峰北路（魏源路-虎形山路）	8.71	7.53	1.18
2016 年城市棚户区改造项目	17.81	6.03	11.78
新城大道	9.14	9.06	0.08
资江北路（资江一桥-苗儿大桥）	8.25	7.26	0.99
雪峰大桥	4.52	4.35	0.17

文化艺术中心	4.57	4.40	0.17
邵阳市体育中心	10.70	10.03	0.67
昭阳路南段	3.55	1.06	2.49
紫霞星苑小区	4.25	1.80	2.45
新华南路二期	3.08	2.85	0.23
金山路	2.45	1.02	1.43
百合路	2.95	0.96	1.99
爱莲池公园	4.43	1.30	3.13
其他工程	442.20	115.85	326.35
合计	**526.61**	**173.50**	**353.11**

注：因公司项目建设调整，2017 年城市棚户区改造项目已停工，计入其他工程。

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司已完工未结算的代建项目包括邵水西路茅坪段及沿河风光带项目、桃花公园项目以及虎形山路项目，账面价值 17.50 亿元，计入“在建工程”科目。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目计划总投资 526.61 亿元，已投资 173.50 亿元，未来仍需投资 353.11 亿元。公司拟建项目包括城市停车设施建设、邵阳汽车特色文化小镇（一期）、大祥坪新能源充电站、自来水扩建工程和金山新能源充电站等 5 个项目，预计总投资 69.60 亿元，2019 年和 2020 年分别计划投资 4.30 亿元和 5.80 亿元。公司拟建项目均为自建的经营性项目，由公司自负盈亏。

总体看，跟踪期内，公司调整项目投资规划，大部分拟建项目和部分代建项目暂缓，但在建项目投资规模仍较大，公司未来仍存在较大投资压力。

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。2018 年自来水公司自来水生产量和销售量分别为 8567.99 万吨和 6470.27 万吨，分别较上年增长 6.79%和 7.18%，主要系邵阳市新城区开发及宝庆科技工业园区招商引资导致用水量增加所致。产销差 2097.72 万吨，较上年略有增加，继续维持较大规模，主要系旧城区管道老旧，漏水率较高所致。

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继续上升，2018年为5675.28万吨，同比增长13.17%。2019年1-3月，公司污水处理量1203.6万吨。

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 482.30 万立方米，管输天然气 4602.00 万立方米，分别同比上升 6.59%和 13.80%；跟踪期内，公司管道燃气销售价格仍为 3.95 元/立方米。2018 年底，公司燃气管网长度为 624.00 公里，较 2017 年底增加 37 公里；2018 年公司燃气业务实现收入 2.01 亿元，同比增长 13.07%。因燃气销售价格受政府指导，且供应及管理成本较高，公司燃气业务持续亏损。

2018 年及 2019 年 1-3 月，公司供排水及燃气业务分别实现营业收入 2.85 亿元和 0.88 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安装业务，跟踪期内，公司工程施工业务收入增速较快。2018 年，公司工程施工业务实现收入 1.14 亿元，毛利率大幅下降，主要系施工成本上升所致。

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、重庆、深圳、兰州等七个城市的航线，并与国航、华夏航空等航

空公司签订航线定额包仓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。航投公司的成本为承诺的客运净收入，机场管理收入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。2018 年，武冈机场保障航班共 5164 架次，完成旅客吞吐量 46.97 万人次。2018 年，航投公司实现机场管理收入 1.92 亿元，毛利率为-88.09%。

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，严格按照市委、市政府制定的建设计划执行，继续落实“停、缓、调、撤”，稳步实施项目建设；同时加快公司转型升级，推进智慧静态停车场及充电桩、汽车文化特色小镇等有收益项目建设，拓展经营性业务，增强公司可持续经营能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 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。2019 年一季报未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 27 家；2018 年，公司无偿受让 4 家公司，同时新设立 2 家主体，合并范围增加 6 家子公司。2018 年，经邵阳市国资委批准，公司注销邵阳城建融资担保有限责任公司，合并范围减少 1 家子公司。2019 年 1-3 月，公司合并范围未发生变动。上述变更涉及的公司资产规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 737.00 亿元，所有者权益 378.16 亿元。2018 年公司实现营业收入 34.02 亿元，利润总额 3.28 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 747.18 亿元，所有者权益 378.53 亿元。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.96 亿元，利润总额 0.38 元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 737.00 亿元，同比增长 2.44%。其中，流动资产占 67.42%，非流动资产占 32.58%，公司资产构成仍以流动资产为主。

表 6　2017—2018 年及 2019 年 3 月底公司主要资产结构（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**509.01**	**70.75**	**496.86**	**67.42**	**500.10**	**66.93**
货币资金	103.04	14.32	52.09	7.07	53.32	7.14
应收账款	60.93	8.47	64.54	8.76	63.61	8.51
预付款项	69.66	9.68	68.52	9.30	70.74	9.47
其他应收款	38.34	5.33	46.08	6.25	44.93	6.01
存货	235.76	32.77	265.31	36.00	267.18	35.76
非流动资产合计	**210.44**	**29.25**	**240.14**	**32.58**	**247.08**	**33.07**
长期应收款	37.45	5.21	31.34	4.25	31.34	4.19
在建工程	157.17	21.85	166.88	22.64	173.50	23.22
资产合计	**719.45**	**100.00**	**737.00**	**100.00**	**747.18**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产　2018 年底，公司流动资产 496.86 亿元，

同比下降 2.39%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.48%）、应收账款（占 12.99%）、预付款项（占 13.79%）、其他应收款（占 9.27%）和存货（占 53.40%）构成。

2018 年底，公司货币资金 52.09 亿元，同比下降 49.45%，主要系项目投入和偿还债务所致；应收账款余额 64.54 亿元，同比增长 5.91%，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 84.99%，该类应收款未计提坏账准备；预付账款 68.52 亿元，同比下降 1.64%，主要为预付的工程款，账龄较为分散；其他应收款 46.08 亿元，同比增长 20.20%，主要系与政府的往来款增加所致，公司按账龄分析法计提坏账准备 2.97 亿元，计提比例 6.06%；存货 265.31 亿元，同比增长 12.54%，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 215.62 亿元的土地资产，其中 164.80 亿元土地已抵押，抵押比率高。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产合计 240.14 亿元，较上年底增长 14.11%，主要来自长期股权投资、在建工程和固定资产的增加。公司非流动资产主要由长期应收款（占 13.05%）和在建工程（占 69.49%）构成。

2018 年底，公司新增长期股权投资 18.00 亿元，系新增对邵阳城建融资担保有限责任公司（以下简称“邵阳城建担保”）的股权投资。2019 年，根据邵阳市国资委邵国资复〔2019〕4 号《关于解散邵阳城建融资担保有限责任公司的批复》，邵阳城建担保正在办理注销手续，公司未将邵阳城建纳入 2018 年报表合并范围。

2018 年底，公司长期应收款 31.34 亿元，同比下降 16.31%，主要系收回部分棚改转贷资金所致；固定资产 15.52 亿元，同比增长 75.23%，主要系企业合并导致房屋建筑物账面资产增加所致，其中武冈机场房屋建筑物尚未办妥房屋产权证书；在建工程 166.88 亿元，同比增长 6.17%，主要系代建项目投资增加所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 747.18 亿元，较 2018 年底增长 1.38%，资产构成较上年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 175.00 亿元，占资产总额的 23.75%，其中货币资金受限 22.27 亿元，系银行借款保证金；存货受限 149.83 亿元，主要系用于抵押的土地使用权；其他非流动资产受限 2.90 亿元，系融资租赁保证金。

总体看，跟踪期内公司资产仍以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比较高；应收类款项持续增长，对公司资金形成明显占用；存货中土地资产抵押比率高；在建工程主要为代建项目。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

2018 年底，公司所有者权益 378.16 亿元，同比增长 10.94%，以资本公积为主；公司资本公积 321.07 亿元，较上年底增长 12.36%，主要系邵阳市人民政府将债务置换款转为对公司的投资以及公司无偿受让股权所致；其他权益工具 19.84 亿元，系公司发行的永续中票。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 378.53 亿元，较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 358.84 亿元，同比下降 5.21%，主要系长期应付款减少所致；负债构成仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 117.69 亿元，同比增长 10.37%，主要系其他应付款中往来款增加所致；公司预收款项 7.09 亿元，主要为预收经营权转让款、安置房款和预收购地款，同比下降 22.23%，主要系结转收入所致，账龄集中在 3 年以上，综合账龄较长；其他应付款 92.47 亿元，主要由资金往来（占 58.92%）、借

款（占 25.00%）和保证金（占 6.83%）构成，其中资金往来主要为与邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司的往来款项，公司其他应付款较 2017 年底增长 26.60%，主要系往来款增加所致。

2018 年底，公司非流动负债 241.15 亿元，同比下降 11.32%，主要是长期应付款减少所致；公司长期借款 57.69 亿元，同比下降 9.66%，主要系信用借款减少所致；应付债券 110.19 亿元，同比增长 3.49%，主要系当年新增发行 10 亿元中期票据所致；长期应付款 68.38 亿元，同比下降 30.81%，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减少以及券商资管计划到期所致，其中融资租赁款、棚改资金等已纳入长期债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 368.65 亿元，较 2018 年底增长 2.73%，主要系长期借款增长所致；负债构成较 2018 年底变化不大。

2018 年底，公司全部债务 244.23 亿元（其中长期债务占比 96.74%），同比下降 14.96%。因部分到期债务偿还，且公司资本公积有所增加，2018 年底公司资产负债率下降至 48.69%。2018 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下降至 38.45%和 39.24%。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 40.39%和 41.13%。2019 年 3 月底，公司全部债务 249.35 亿元，较上年底有所增加；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 49.34%、38.37%和 39.71%，资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所上升，公司债务负担有所加重。从有息债务到期分布情况来看，公司 2019-2021 年到期的债务本息分别为 43.66 亿元、90.44 亿元和 58.92 亿元。

表 7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	19.52	7.97	13.67
长期债务	267.67	236.26	235.68
全部债务	287.18	244.23	249.35
长期债务资本化比率	43.98	38.45	38.37
全部债务资本化比率	45.72	39.24	39.71
资产负债率	52.62	48.69	49.34

资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内公司债务清偿力度较大，债务规模有所下降，债务结构仍以长期债务为主，2020 年面临较大集中偿付压力。

4．盈利能力

2018 年公司实现营业收入 34.02 亿元，同比增长 21.11%；同期公司营业成本 29.42 亿元，同比增长 22.93%。2018 年，公司营业利润率为 13.37%，较上年下降 1.28 个百分点。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用 3.36 亿元，同比下降 4.15%，主要为管理费用和财务费用。公司期间费用占营业收入比重为 9.88%，同比有所下降，主要系营业收入增幅较大所致。

2018 年，公司利润总额 3.28 亿元，同比增长 11.02%；其他收益 2.31 亿元，全部为政府补助。政府补助对公司利润总额贡献大。

从盈利指标来看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.78%和 0.85%，较上年分别增加 0.09 个和 0.21 个百分点。公司盈利能力弱。

表 8　2017—2018 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
营业收入	28.09	34.02
营业成本	23.94	29.42
其他收益	3.42	2.31
营业利润	3.00	3.20
营业外收入	0.04	0.17
利润总额	2.96	3.28
净利润	2.18	3.22
营业利润率	14.65	13.37
总资本收益率	0.69	0.78
净资产收益率	0.64	0.85

资料来源：根据公司审计报告整理

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.96 亿元，相当于 2018 年全年的 2.82%，营业利润

率为 13.60%；利润总额为 0.38 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入继续增长，但营业利润率有所下降；公司盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖较大。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 48.12 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 32.23 亿元，主要是代建业务和土地开发业务回款；公司收到其他与经营活动有关的现金 15.89 亿元，主要为收到的往来款以及财政补助。2018 年，公司经营活动现金流出 34.05 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 30.60 亿元，主要为工程建设和土地开发投入；公司支付其他与经营活动有关的现金 0.63 亿元，主要为经营相关费用支出。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 14.07 亿元。从收入实现质量来看，2018 年公司现金收入比为 94.75%，收入实现质量转好。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	10.42	48.12
经营活动现金流出小计	23.14	34.05
经营活动产生的现金流量净额	-12.72	14.07
投资活动产生的现金流量净额	-56.42	-27.18
筹资活动产生的现金流量净额	114.56	-34.83
现金收入比（%）	23.94	94.75

资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 11.00 亿元，其中收回投资收到的现金 4.26 亿元，主要为收回的存单质押和理财资金；收到其他与投资活动有关的现金 6.61 亿元，主要为收回的投资款。2018 年，公司投资活动现金流出 38.19 亿元，其中投资支付的现金 18.00 亿元，系支付的担保公司投资款。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -27.18 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 51.75 亿元，其中吸收投资收到的现金 21.50 亿元，系收到的政府债务置换资金；收到其他与筹资活动有关的现金 8.16 亿元，主要为收到的借款。2018 年，公司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 35.68 亿元，系偿还融资租赁款项。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-34.83 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为 1.46 亿元。公司投资活动现金流量净额为 -6.30 亿元，主要是在建工程投入。公司筹资活动主要为取得借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额为 6.08 亿元。

总体看，跟踪期内，受收到往来款影响，公司经营活动获现能力有所改善，收入实现质量转好；随着有息债务的清偿，公司筹资活动表现为大额净流出。

6. 偿债能力

2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 422.17%和 196.74%，较 2017 年底分别下降 55.19 个和 59.52 个百分点，公司流动资产中应收类款项和存货占比大，且存货中部分土地使用权受限，资产变现能力较弱，公司短期偿债能力弱于指标值。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别下降至 390.43%和 181.85%。2018 年公司经营现金流动负债比为 11.96%，经营性净现金流对短期负债的保障能力弱。2019 年 3 月底公司现金类资产 53.32 亿元，为同期短期债务的 3.90 倍，公司短期偿债能力较强。

2018 年，公司 EBITDA 为 5.52 亿元，同比下降 2.31%；全部债务/EBITDA 为 44.21 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年 3 底，公司对外担保余额为 110.05 亿元，担保比率为 29.07%，担保比率较高。公司主要被担保对象包括湖南省棚户区改造投资有限公司（以下简称“湖南省棚投”）

和邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司（以下简称“邵阳龙昇”），其中湖南省棚投系棚改资金统贷平台，跟踪期内经营情况正常；邵阳龙昇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；2018 年底资产总额 97.65 亿元，所有者权益 36.89 亿元，2018 年营业收入 3.15 亿元，利润总额 0.26 亿元，跟踪期内经营情况正常。

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，存在一定的或有负债风险。

表 10　截至 2019 年 3 月底公司对外担保明细

（单位：亿元）

担保对象	担保余额
湖南省棚户区改造投资有限公司	45.43
邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司	46.47
邵阳市交通枢纽建设有限责任公司	8.55
邵阳市国有资产投资经营有限公司	5.00
邵阳市宝庆产业集中区投资建设开发有限公司	2.60
邵阳公路桥梁建设有限责任公司	2.00
合计	**110.05**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度 164.78 亿元，尚未使用额度 61.38 亿元，公司间接融资渠道尚可。2018 年 8 月，公司受监管影响，被暂停银行间市场融资业务 7 个月，该事项已于 2019 年 3 月份到期，但公司后续直接融资情况仍值得关注。

总体看，公司作为邵阳市重要的基础设施投资建设主体，邵阳市政府在股权划转、债务置换、政府补助等方面持续给予公司大力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产规模为 632.64 亿元，同比增长 6.70%。母公司资产占合并口径资产总额的 85.84%。其中，流动资产为 500.80 亿元。从构成看，流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资和在建工程构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 344.82 亿元，同比增长 7.33%。其中，实收资本占 1.45%，资本公积占 87.83%。母公司所有者权益较为稳定。

截至 2018 年底，母公司负债规模较上年增长 5.96%，负债结构以非流动负债为主。其中，非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司 2018 年资产负债率为 45.50%，同比有所下降，整体债务压力减小。

2018 年，母公司实现营业收入 20.80 亿元，占合并口径营业收入的 61.12%。营业成本为 18.13 亿元。母公司 2018 年利润总额 1.25 亿元，同比下降 59.31%。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 636.90 亿元，所有者权益 344.52 亿元。2019 年 1-3 月，母公司实现营业收入 21.36 万元，利润总额-0.30 亿元。

十、存续期内债券偿债能力分析情况

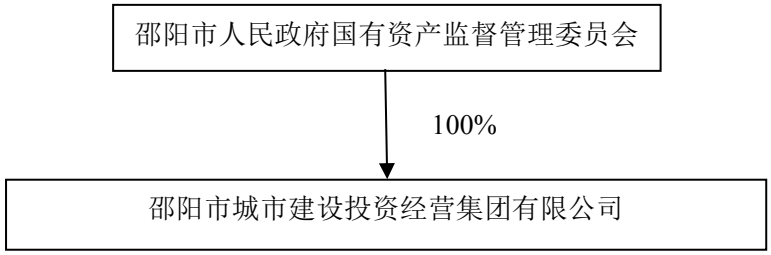
公司存续债券“16 邵阳城建 MTN001”“16 邵阳城建 MTN002”“17 邵阳城投 MTN001”“17 邵阳城投 MTN002”和“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01”的待偿还本金总额为 40 亿元。2018 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 48.12 亿元、14.07 亿元和 5.52 亿元，分别为上述存续债券待偿还本金总额的 1.20 倍、0.35 倍和 0.14 倍。“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01”设有分期偿还条款，在债券存续期的第 3-7 年需偿还本金的 20%（2.00 亿元），“17 邵阳城投 MTN001”和“17 邵阳城投 MTN002”为可续期中票，若公司在到期兑付日选择赎回，2020 年公司需偿付的债券本金为 22 亿元，2018 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 2020 年公司需偿还本金的 2.19 倍、0.64 倍和 0.25 倍。

总体看，公司 2018 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对上述存续债券待偿还本金总额的保障能力较差。“17 邵阳城投债 01/17 邵阳 01”设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司集中兑付压力。考虑到公司在股权划转、债务置换和财政补贴等方面得到了邵阳市政府的持续支持，公司对存续债券本息的偿还能力很强。

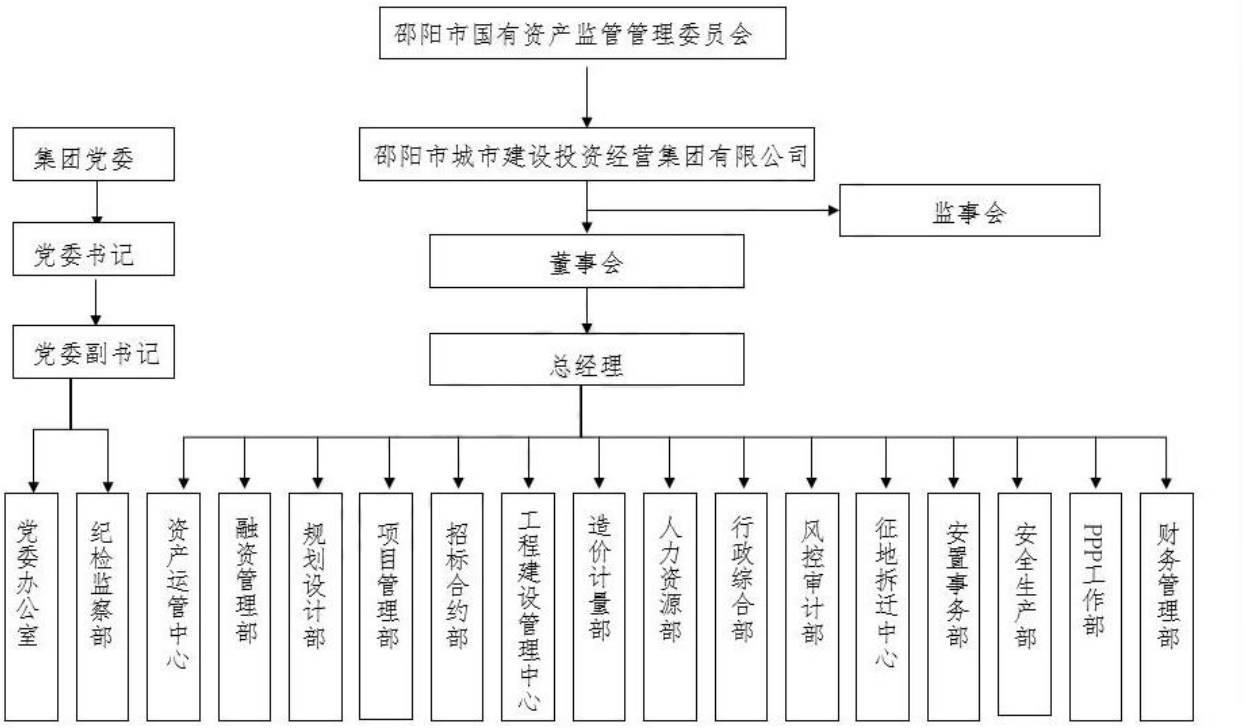
十一、结论

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 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底纳入合并范围的子公司情况

序号	子公司名称	注册资本	主营业务	持股比例(%)
1	邵阳市经济建设投资公司	500.00	投资	100.00
2	邵阳市城建监理有限公司	150.00	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	3000.00	市政项目开发	91.50
4	邵阳市交通基础设施建设有限公司	2050.00	市政项目开发	99.02
5	邵阳市城乡建设投资发展有限公司	10000.00	市政项目开发	97.50
6	邵阳市新华片区开发建设有限公司	1500.00	市政项目开发	100.00
7	湖南邵阳经济开发区开发总公司	22000.00	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	1400.00	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	1600.00	市政项目开发	100.00
10	邵阳市燃气公司	1608.00	燃气生产和供应	100.00
11	邵阳市自来水公司	4020.00	自来水供应；管道工程建设	100.00
12	邵阳市污水处理厂	2500.00	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	1000.00	棚户区开发	100.00
14	邵阳市口岸建设有限责任公司	3000.00	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	10000.00	市政项目开发	100.00
16	邵阳市城邑水利投资开发有限公司	20000.00	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	1500.00	政府教育项目投资	100.00
18	邵阳长银城建股权投资合伙企业（有限合伙）	--	投资	77.76
19	邵阳市城建测绘有限公司	100.00	测绘	100.00
20	邵阳市两路项目建设有限公司	50.00	市政项目开发	100.00
21	邵阳市北塔区城乡建设投资有限责任公司	10000.00	市政项目开发	100.00
22	邵阳市航空产业发展投资有限责任公司	10000.00	航空产业投资	100.00
23	邵阳市东成快线项目建设有限公司	500.00	市政项目开发	100.00
24	邵阳市水务投资集团有限公司	20000.00	市政项目开发	100.00
25	邵阳市交通建设投资有限公司	10000.00	市政项目开发	100.00
26	邵阳市恒昇城建开发有限公司	100.00	房屋建筑业	100.00
27	邵阳市路源城乡建设开发有限公司	100.00	房屋建筑业	100.00

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.63	103.04	52.09	53.32
资产总额(亿元)	571.43	719.45	737.00	747.18
所有者权益(亿元)	250.25	340.88	378.16	378.53
短期债务(亿元)	3.30	19.52	7.97	13.67
长期债务(亿元)	194.99	267.67	236.26	235.68
全部债务(亿元)	198.29	287.18	244.23	249.35
营业收入(亿元)	22.59	28.09	34.02	0.96
利润总额(亿元)	2.90	2.96	3.28	0.38
EBITDA(亿元)	4.92	5.65	5.52	--
经营性净现金流(亿元)	16.62	-12.72	14.07	1.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.64	0.55	0.54	--
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	72.53	23.94	94.75	436.98
营业利润率(%)	9.09	14.65	13.37	13.60
总资本收益率(%)	0.96	0.69	0.78	--
净资产收益率(%)	1.13	0.64	0.85	--
长期债务资本化比率(%)	43.79	43.98	38.45	38.37
全部债务资本化比率(%)	44.21	45.72	39.24	39.71
资产负债率(%)	56.21	52.62	48.69	49.34
流动比率(%)	444.59	477.36	422.17	390.43
速动比率(%)	193.13	256.26	196.74	181.85
经营现金流动负债比(%)	18.25	-11.93	11.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.27	0.38	0.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	40.31	50.79	44.21	--

注：1. 2019 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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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