

信用等级公告

联合〔2020〕559号

联合资信评估有限公司通过对永州市零陵城建投资有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定永州市零陵城建投资有限公司主体长期信用等级为 AA，永州市零陵城建投资有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月十三日



永州市零陵城建投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：2.4 - 7.9 亿元

本期中期票据期限：2+2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 3 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁺		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	3	
			企业管理	2	
			经营分析	3	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	3	
		资本结构		1	
				2	
调整因素和理由				调整分数	
政府支持				1	

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

评级观点：

永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“公司”）是永州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责永州市零陵区的基础设施建设、土地整理与城市供水等业务。近年来，永州市及零陵区经济和财政实力稳步增长，公司在资本金及资产注入、财政补贴和政府债务置换等方面持续获得永州市及零陵区政府的大力支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地整理业务受市场行情影响较大、未来基建项目融资压力大、资产受限规模较大、债务规模快速增长等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着永州市城市基础设施建设、棚户区改造及零陵古城项目的持续推进，公司资产和收入规模有望持续扩大，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

- 近年来永州市及零陵区经济和财政实力稳步增长，未来城市建设投资规模大，公司发展的外部环境良好。2018年，永州市地区生产总值为1805.65亿元，同比增长7.8%；一般公共预算收入为118.1亿元，同比增长8.0%。
- 公司承担着永州市零陵区的棚改、基础设施建设和土地整理开发任务，持续获得政府在资本金及资产注入、财政补贴和政府债务置换等多种支持。

关注

- 公司资产以土地为主，抵押受限规模较大；应收类款项和预付工程款对资金形成一定占用，整体资产流动性弱。
- 公司期间费用控制能力有待加强，利润水平对政府补助依赖大。
- 随着公司基建和棚改项目的推进，公司有息债务规模

分析师：薛琳霞 徐聆晏

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

快速增长。公司在建的基建和棚改项目资金需求量较大，建设周期长，对政府政策及资金支持依赖程度高；在建拟建项目未来投资规模大，存在较大的融资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	12.00	19.43	19.13	14.94
资产总额（亿元）	182.47	228.34	243.65	261.01
所有者权益（亿元）	124.40	133.15	136.86	138.50
短期债务（亿元）	15.89	15.80	12.48	11.69
长期债务（亿元）	35.35	69.08	81.93	103.73
全部债务（亿元）	51.24	84.88	94.41	115.42
营业收入（亿元）	5.93	7.45	12.10	6.58
利润总额（亿元）	2.22	2.42	3.71	1.62
EBITDA（亿元）	2.94	3.42	5.90	--
经营性净现金流（亿元）	-1.92	-29.21	0.08	-1.76
现金收入比（%）	94.54	93.63	37.68	77.93
营业利润率（%）	19.00	17.89	33.35	29.17
净资产收益率（%）	1.78	1.82	2.69	--
资产负债率（%）	31.83	41.69	43.83	46.94
全部债务资本化比率（%）	29.17	38.93	40.82	45.46
现金短期债务比（倍）	0.76	1.23	1.53	1.28
流动比率（%）	800.76	872.50	973.50	1376.40
速动比率（%）	172.46	252.61	248	387.49
经营现金流动负债比（%）	-8.47	-111.87	0.31	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	0.81	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.40	24.82	16.01	--
公司本部				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	167.48	186.10	193.81	198.96
所有者权益（亿元）	124.86	127.81	131.50	133.13
全部债务（亿元）	32.10	43.74	47.05	48.36
营业收入（亿元）	2.71	3.50	7.65	4.77
利润总额（亿元）	2.22	2.43	3.68	1.64
资产负债率（%）	25.44	31.32	32.15	33.09

全部债务资本化比率(%)	20.45	25.50	26.35	26.65
现金短期债务比(倍)	0.66	0.77	1.15	1.28
流动比率(%)	765.08	600.45	676.37	638.69
经营现金流动负债比(%)	-0.85	-6.35	20.33	--

注：1. 2019 年三季度财务数据未经审计；2. 其他应付款、长期应付款中有息借款已纳入全部债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/07/24	赵起锋、徐玲晏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA	稳定	2017/09/25	赵起锋、崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由永州市零陵城建投资有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永州市零陵城建投资有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

永州市零陵城建投资有限公司(以下简称“公司”)原名“永州市芝山城建投资有限公司”,于2003年3月18日由原永州市芝山区人民政府以土地资产出资设立,初始注册资本800万元。

2003年6月,永州市芝山区人民政府以实物向公司增资,增资后公司注册资本为32872.50万元。2005年9月,公司更名为现名。2012年7月,根据《关于永州市零陵城建投资有限公司国有股权划转的通知》(永政函〔2012〕168号),永州市人民政府(以下简称“永州市政府”)将公司100%国有股权划转至永州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“永州市国资委”)。2017年4月,公司以资本公积转增注册资本,公司注册资本及实收资本增加至20亿元。截至2019年9月底,公司注册资本及实收资本均为20亿元,永州市国资委持有公司全部股权,是公司实际控制人。

公司是永州市城市基础设施建设主体之一,主要负责零陵区基础设施建设、土地整理与城市供水等业务。公司的经营范围:筹措、管理、营运城建资金,招商引资、物资贸易、引进外资、物业管理、土地整理与开发、国有资产经营管理、政策性住房建设、环境污染防治、城市基础设施项目的投资及开发建设。

截至2019年9月底,公司内设综合办公室、计划财务部、资产经营部、投融资部、工程业务部、内控法规部、人力资源部、党群工作部、项目管理部共9个职能部门;拥有纳入合并范围内子公司16家。

截至2018年底,公司资产总额243.65亿元,所有者权益136.86亿元(含少数股东权益5.84

亿元);2018年公司实现营业收入12.10亿元,利润总额3.71亿元。

截至2019年9月底,公司资产总额261.01亿元,所有者权益138.50亿元(含少数股东权益5.84亿元);2019年1—9月公司实现营业收入6.58亿元,利润总额1.62亿元。

公司注册地址:湖南省永州市零陵区百万庄6号路110号;法定代表人:邓家昶。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册总额度为10.00亿元的中期票据(注册通知书文号:中市协注〔2019〕MTN650号),并于2019年12月发行了“19零陵城建MTN001”2.1亿元。本期拟发行2020年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),基础发行规模2.40亿元,发行规模上限7.90亿元,期限为2+2+1年。本期中期票据按年付息,到期一次还本,附第2年和第4年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见表1),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中第一季度GDP同比增长6.5%,第二季度同比增长6.3%,第三季度和第四季度同比

增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016-2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由

于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5

个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。

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（2014）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》国办发〔2018〕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）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

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

公司是永州市重要的基础设施建设主体之一,主要负责零陵区基础设施建设、土地整理与城市供水等业务,公司的业务经营、投资方向及融资能力直接受永州市和零陵区经济发展和城市建设的影响。永州市及零陵区经济水平和财政收入保持增长,为公司发展提供了良好的外部环境;但联合资信注意到,地方综合财力对上级补助依赖较大,地方债务水平较高,政府性基金收入稳定性一般,土地市场受宏观经济政策影响波动较大。

永州市

永州市现辖冷水滩、零陵两区,祁阳、东安、双牌、道县、宁远、江永、江华、新田、蓝山9县,金洞、回龙圩2个管理区,一个经济开发区,188个乡镇,5000多个行政村。零陵区辖12个乡镇,4个街道办事处。永州市土地总面积22259平方公里,耕地面积33.27千公顷。2018年末全市常住人口545.21万人,城镇化率为49.69%。

永州东邻湖南省郴州市、南接广东省清远市、西与广西桂林市相连、北与湖南省邵阳市、衡阳市毗邻,自古便是华中、华东地区通往广东、广西、海南及西南地区的交通要塞,也是湖南对外开放的重要门户,素有“南山通衢”之称,是内地直达两广(广东、广西)、两南(海南、

大西南)、两区(香港、澳门地区)的重要通道,华南与华中两大经济区的重要结合部,具有明显的双辐射功能,区位优势明显。

根据《永州市国民经济和社会发展统计公报》,2016—2018年永州市实现地区生产总值1565.81亿元、1728.46亿元和1805.65亿元,分别增长8.1%、8.3%和7.8%。2018年,分产业看,第一产业增加值295.70亿元、增长3.4%;第二产业增加值608.30亿元、增长7.2%;第三产业增加值901.65亿元、增长10.0%。全市三次产业结构比重由上年的17.4:34.6:48.0调整为16.4:33.7:49.9,第三产业比重提高1.9个百分点。第一、二、三产业对全市经济增长的贡献率分别为7.8%、33.2%、59.0%,分别拉动全市GDP增长0.6、2.6、4.6个百分点。按常住人口计算,全市人均地区生产总值33035元、同比增长7.9%。

2018年永州市全年固定资产投资比上年增长9.5%。其中,民间投资增长21.3%。分经济类型看,国有投资增长1.1%,非国有投资增长17.3%。分投资方向看,民生投资增长10.5%,生态投资增长4.6%,基础设施投资增长7.2%,高新技术产业投资增长71.5%,工业技改投资增长39.6%。

2018年,永州市全年全部工业增加值499.92亿元、比上年增长7.6%。其中,规模以上工业增加值增长7.7%。全年社会消费品零售总额719.55亿元、比上年增长10.2%。

根据永州市财政局提供数据及2016—2018年《永州市国民经济和社会发展统计公报》,永州市地方一般公共预算收入分别为102.55亿元、109.34亿元和118.1亿元,同比分别增长10.89%、6.62%和8.0%,其中税收收入分别为60.98亿元、71.17亿元和79.95亿元,占比分别为59.46%、65.09%和67.69%。地方财力对上级补助收入依赖较大,2018年永州市获得上级补助收入294.88亿元,同比增长8.69%。2018年永州市政府性基金收入减少至64.18亿元,同比减少9.22%。

地方政府债务方面,截至2018年底,永州市政府性债务余额402.01亿元。其中,政府债务余额369.80亿元,或有债务余额32.21亿元(担保债务余额4.49亿元,救助债务余额27.72亿元),永州市地方政府债务总体水平较高。

根据永州市人民政府官方网站显示,2019年1—9月,永州市实现地区生产总值1373.71亿元,同比增长7.9%。同期,全社会固定资产投资同比增长9.8%。2019年1—9月,永州市全市地方一般预算收入完成92.9亿元,同比增长2.7%,其中税收收入61.1亿元,占比为65.77%;永州市全市一般公共预算支出560.3亿元,同比增长20.8%。

零陵区

零陵区是永州市两个城区之一。零陵区位于湖南省南部,北与冷水滩区、东与祁阳县、南与双牌县、西与东安县、广西全州县接壤。截至2018年底,零陵区辖4个街道办事处、8个镇、4个乡,面积1986平方千米,常住人口57.06万人。

根据2016—2018年《永州市零陵区国民经济和社会发展统计公报》,零陵区分别实现国民生产总值208.25亿元、231.1亿元和229.3亿元,按可比价格计算,同比分别增长6.2%、8.4%和8.1%。2018年,零陵区一、二、三次产业分别实现增加值34.2亿元、94.1亿元、101.0亿元,同比分别增长3.7%、8.7%和8.9%。三次产业的比重为14.9:41.0:44.1,与2017年比,第一产业下降3.1个百分点,第三产业上升5.3个百分点。三次产业对经济增长的贡献率分别为6.7%、44.0%和49.3%。

2018年,零陵区固定资产投资比上年增长12.0%。产业投资完成81.29亿元,占总投资的比重为46.1%,产业投资同比增幅35.8%。工业技改占产业投资比重为27.24%,比上年的26.37%高出0.8个百分点;高新技术产业投资占产业投资比重为14.46%,比上年的7.16%高出7.3个百分点。全年固定资产投资施工项目为353个,新开工293个,上年施工项目516

个,新开工450个,比上年分别减少163个和157个。商品房销售面积95.1万平方米,同比增长14.7%。

2018年,全区规模工业增加值同比增长8.4%。规模工业完成产值122.3亿元,增长9.3%。全区社会消费品零售总额107.5亿元,同比增长10.4%。

根据2016—2018年《永州市零陵区国民经济和社会发展统计公报》和零陵区财政局官方网站显示,零陵区分别实现一般公共预算收入10.8亿元、11.35亿元和12.26亿元,同比分别增长18.7%、4.88%和8.68%。税收收入增长较快,2018年为7.84亿元,同比增长20.80%,占当年一般公共预算收入的64.0%。上级补助收入23.90亿元,主要为一般性转移支付收入14.50亿元。2018年,全区政府性基金收入大幅减少至4.84亿元,同比下降60.9%。

地方政府债务方面,截至2018年底,零陵区政府性债务余额24.10亿元。其中,政府债务余额23.15亿元,或有债务余额0.95亿元(担保债务余额0.43亿元,救助债务余额0.52亿元),零陵区地方政府债务总体水平较高。

五、基础素质分析

公司是永州市国资委出资设立,主要负责永州市零陵区的基础设施建设、土地整理与城市供水等业务,并持续得到永州市及零陵区政府在资本金及资产注入、财政补贴和政府债务置换等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至2019年9月底,公司注册资本和实收资本均为20.00亿元,永州市国资委持有公司100%的股权,为公司实际控制人,并授权零陵区政府对公司进行管理和资金统筹。

2. 企业规模及竞争力

公司是永州市国资委设立的国有独资公司,主要负责零陵区基础设施建设、土地整理与城

市供水等业务。永州市范围内与公司具有相似职能的投融资公司还包括永州市经济建设投资发展集团有限公司（以下简称“永州经建投”）和永州市城市建设投资开发公司（以下简称“永州城投”）。公司、永州经建投和永州城投作为永州市三大市级平台公司，业务区域有所区分。永州经建投是滨江新城内唯一的基础设施项目投融资及建设主体，其主要业务集中于基础设施项目的代建及土地整理开发；永州城投系冷水滩区的城市综合运营主体，在三大平台中规模相对较大，主营业务包括土地开发整理和工程项目建设等。

公司业务范围主要集中在永州市零陵区，截至 2019 年 9 月底，公司下属子公司 16 家，业务涉及城市路网建设、城市基础设施建设、旅游开发及城市供水、资产经营等。2016 年 6 月，永州市零陵交通建设投资有限公司（以下简称“零陵交投”）成立，主要业务定位在零陵城区以外的道路建设，零陵区城区范围内的基建任务仍主要由公司承担。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司本部高管人员包括董事长 1 名、总经理 1 名、副总经理 2 名。

公司董事长邓家昶先生，1980 年出生，中共党员，本科学历，经济师。曾任职于零陵区财政局会计管理中心，零陵区城市建设投融资管理办公室，曾任公司计划财务部经理、董事长兼总经理。现任公司董事长。

公司总经理杨昌文先生，1976 年出生，中共党员，大专学历。曾任职于原县级永州市富家桥镇人民政府、履桥镇人民政府，零陵城区城市建设投融资管理办公室。现任公司董事、总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司正式员工 105 人，从年龄看，50 岁以上 8 人，30—50 岁 64 人，30 岁以下 33 人。从教育程度看，本科及以上学历 55 人、大专学历 41 人，高中（含中专）及以下 9 人。

总体来看，公司高层管理人员有较丰富的管理经验；公司员工整体文化素质较高，年龄结构较为合理，能满足公司目前经营需要。

4. 外部支持

公司成立以来，持续得到永州市及零陵区政府在资本金及资产注入、财政补贴和政府债务置换等多方面的大力支持。

资本金注入

2017 年 4 月，根据永国资函〔2017〕1 号，永州市国资委通过转增资本方式认缴注册资本 167127.50 万元，公司注册资本及实收资本增加至 20.00 亿元。

资产注入

为进一步增强公司综合实力，增强公司自主经营能力和盈利能力，零陵区政府自 2006 年起，多次向公司注入经营性土地资产（出让地），截至 2019 年 9 月底，区政府合计注入土地 132 宗，总面积 688.96 万平方米，账面价值合计 108.05 亿元（注入时，除 2.88 亿元用于置换之前股东的实物出资外，其余均计入“资本公积”；2017 年将 167127.50 万元国有土地使用权转入“实收资本”）。

根据零政办函〔2017〕2 号文件，零陵区人民政府办公室将永州市城鑫保障性安居工程投资建设开发有限公司（以下简称“城鑫公司”）100%股权无偿划转至公司，以 2017 年 1 月 2 日为基准日，增加资本公积 0.52 亿元。

财政补贴

近年来公司持续获得政府补助资金。2016—2018 年和 2019 年 1—9 月，公司分别获得零陵区政府补助款 2.17 亿元、2.37 亿元、2.53 亿元和 0.68 亿元，均反映在“营业外收入”科目。

政府债务置换

截至 2019 年 9 月底，公司累计获得地方政府债务置换 113615.42 万元，反映在“长期应付款”。公司将负责对应的置换政府债务的还本付息，如公司没有及时偿还，则零陵区政府从应拨给公司的资金中扣除。政府置换债务一

定程度上缓解了公司短期偿债压力、降低融资成本。

总体看，永州市及零陵区政府对公司的支持力度较大且持续稳定，有望为公司未来发展提供有力支撑。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1043110200011170J），截至2020年1月7日，公司本部有5笔已结清欠息和7笔已结清关注类贷款（最近一次结清日期为2018年9月21日）。经相关银行提供说明，5笔已结清欠息，主要系人员调动和历史原因或公司财务人员计息出现错误导致欠息，均已结清。7笔已结清关注类贷款中，6笔系因资产质量分类标准原因，贷款还本付息正常，公司无逾期记录；1笔系因公司改制和领导人员变更，导致公司没有及时归还该笔贷款本息，截至目前已全部结清。公司对外担保中存在余额为37150.00万元的关注类保证贷款，根据公司提供说明，系该笔贷款展期所致。

六、管理分析

公司内部组织机构健全，法人治理结构较为规范；管理制度较为完善，各项制度执行情况较好。

1. 法人治理结构

根据《公司章程》，公司不设股东会，由永州市国资委行使股东会职权，决定公司的重大事项，批准公司的合并、分立、解散、增减注册资本和决定发行债券。

公司设董事会、监事会和经理层，制定了董事会和监事会议事规则，董事会和监事会分别按各自的议事规则独立运作。

公司董事会成员5人，其中1名职工董事由公司职工代表大会选举产生，其余董事由永州市国资委委派。董事任期为3年，任期届满，连派连选可以连任。董事会设董事长1人，可

以设副董事长。董事长、副董事长依照法律、行政法规的规定产生，或由有任免权的机构任命、制定或委派。董事会作为公司的权力机构和决策机构，决定公司的重大事项，包括向永州市国资委报告工作，执行其决议，制定公司的经营计划和投资方案、公司年度财务预算方案、决算方案，制定公司利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司监事会成员不少于5人，其中职工监事的比例不得低于三分之一。公司监事会成员、主席由永州市国资委委派或指定，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事会行使检查公司财务、经营效益、利润分配、资产运营，对董事、总经理、副总经理执行公司职务时违反法律、法规或者章程的行为进行纠正等职权。

公司设总经理1名，可设副总经理。总经理和副总经理由有任免提议权的机构提议，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。总经理负责公司的日常生产经营管理工作，对董事会负责，组织实施公司年度经营计划和投融资方案。

2. 管理水平

截至2019年9月底，公司本部设立综合办公室、计划财务部、资产经营部、投融资部、工程业务部、内控法规部、人力资源部、党群工作部、项目管理部共9个职能部门，并建立了较为完善的管理制度。

财务管理方面，公司制定的《永州市零陵城建投资有限公司财务管理制度》规范了公司及其所属各单位会计核算程序和财务管理的办法。其基本原则是建立健全企业内部财务管理制度，做好财务管理基础工作，如实反映公司财务状况，依法计算和缴纳国家税收，提高资金使用效果并规范资金结算行为。《永州市零陵有限公司财务分析报告制度》规定了编制财务报告要数字真实、计算准确、内容完整、说明清楚，严格按编制程序和质量规范的要求，执行国家统一会计制度的规定。

公司针对日常投融资管理制定了相应的投融资管理流程。公司按重点项目建设资金需求制定年度投融资计划，投融资计划编制后报公司行政会议审批，行政会议通过后报公司董事会审批，公司董事会审批后报控股股东审批，控股股东审批通过方可执行。

对外担保流程方面，公司对外提供担保事宜由公司董事会审议批准。公司提供担保的过程应遵循风险控制的原则，在对被担保企业风险评估的同时，严格控制对被担保企业的担保责任限额。担保的债务到期后需展期并需继续由其提供担保的，应作为新的对外担保，重新履行担保审批程序。

为加强公司项目工程建设管理，公司制定了《项目工程建设管理暂行办法》。工程建设合同签订前，项目单位须将合同草案送公司工程业务部及分管领导审核，报总经理审批。重要合同须经公司工程建设审查委员会研究同意。签订工程建设合同，国家有格式范本的，要尽可能采用。合同的内容必须遵守国家的法律、法规，符合《合同法》和国家及地方有关标准和规定的规定。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是永州市城市基础设施建设主体之一，主要负责零陵区基础设施建设、土地整理与城市供水等业务。近年来公司营业收入快速增长，

毛利率波动上升。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 5.93 亿元、7.45 亿元和 12.10 亿元，其中，2018 年营业收入较上年大幅增长 62.42%，原因系公司本年实现土地出让收入 4.76 亿元。建设项目收入为公司主要的收入来源，2016—2017 年占比均达 85%以上。2018 年受市场行情及政府规划影响，建设项目收入同比略有下降。供水与供水安装施工业务收入为公司营业收入的重要补充，近三年收入波动增长，分别为 6282.65 万元、6023.52 万元和 8451.38 万元，供水安装业务收入受业务量影响有所增长。近年来，公司土地业务受市场行情以及政府规划影响较大，2016—2017 年公司均未进行土地出让，2018 年实现土地出让收入 4.76 亿元。

从毛利率看，由于建设项目统一按照代建合同由政府按规定比例进行回购，建设项目业务毛利率保持稳定，近三年均为 16.67%；供水和供水安装施工收入毛利率受自来水供给设施维修成本增加等因素影响波动下降，2018 年为 38.37%；2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 19.20%、18.04%和 33.39%，2018 年毛利率较高主要受土地出让毛利较高的影响。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 6.58 亿元，较上年同期上涨 27.22%，主要系公司新增土地出让收入。2019 年 1—9 月，公司综合毛利率达 29.34%，较 2018 年有所下降，主要系土地出让业务毛利率下降所致。

表 3 近年来公司营业收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设项目	5.30	89.40	16.67	6.83	91.73	16.67	6.47	53.47	16.67	1.23	18.76	16.67
供水与供水安装施工	0.63	10.60	40.86	0.60	8.09	34.16	0.85	6.99	38.37	0.56	8.47	36.28
锰矿开采权分成	0.00	0.00	0.00	0.01	0.18	-9.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
土地出让	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.76	39.37	55.15	4.77	72.52	31.56
其他	0.00	0.00	-12018.88	0.00	0.00	0.00	0.02	0.17	47.52	0.02	0.25	100.00
合计	5.93	100.00	19.20	7.45	100.00	18.04	12.10	100.00	33.39	6.58	100.00	29.34

注：其他业务收入主要系租金收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告；公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地开发业务

公司经零陵区政府授权开展土地开发整理业务，每年公司按照实际支出加成 15% 确认收入。2017—2019 年公司处于过渡期，除 15% 收益外另收取一定补偿收益。公司待出让土地规模较大，仍可支撑未来收入规模，但出让情况存在一定不确定性。

根据《关于对永州市零陵城建投资有限公司及所属子公司有关优惠政策的通知》（零政办函〔2009〕7 号文），零陵区政府授权公司对零陵区土地进行整理与开发。公司依法征收土地并按照城市总体规划进行平整，达到出让条件后，经土地储备中心实施公开“招、拍、挂”。土地出让后除法律规定应上缴国家的以外（零政办函〔2009〕7 号文中上缴部分应为 12%，实际操作中上缴部分为 20%），剩余部分全部由公司及下属子公司享有。根据公司提供的《永州市零陵区土地整理项目总承包建设框架协议》，2017—2019 年为过渡期，2019 年以后，永州市零陵区土地储备中心（以下简称“土储中心”）按零陵区土地整理计划将区域内土地整理项目发包给公司实施，每年土储中心按照公司因实施土地整理项目而实际支出的工程款数额并额外计取 15% 的收益率与公司进行结算，并由零陵区财政局代表土储中心与公司结算确认。

账务处理方面，公司在土地开发过程中实际发生的各项成本，如征地安置房补偿、房屋拆迁补偿、规划设计费、场地平整费等，按实际支出借记“存货”；土地开发完成移交零陵区国土局且将土地出让后，由零陵区财政部门将扣除上缴国家的税费外全额返还给公司，并确认收入，同时将该片土地相应的存货结转为成本。

公司土地整理业务主要集中在永州市火车站及其周边、阳明大道等区域。近年来，公司土地业务受市场行情以及政府规划影响较大。2018 年以来，公司陆续实现了阳明大道东侧、

零陵区阳明大道（日升小区二期）西侧、零陵城区萍洲片区控规 G-14 地块等地块的出让，2018 年实现土地出让收入 4.76 亿元，出让土地 143 亩。2019 年前三季度实现土地出让收入 4.77 亿元，出让土地 264.53 亩。截至 2019 年 9 月底，公司可供出让的土地面积约 736.47 亩。2019 年 9 月底，公司参与了 9 个地块的土地整理工作，计划整理面积 6597.28 亩，已整理土地 4986.41 亩（投资成本归集到相关的基建项目中），后续整理预计需要投资 4.57 亿元，为公司未来土地出让收入的形成提供了一定保障。公司土地出让情况受市场行情影响大，该板块未来收入的实现存在一定不确定性。

(2) 基础设施建设业务

永州市政府和零陵区政府授权公司开展基础设施建设业务，建设资金由公司自筹，每年零陵区财政局根据评估后的完工量加成 20% 与公司进行结算，公司据此确认收入；公司棚户区改造工程项目主要采用政府购买模式进行。公司在建和拟建的基建和棚改项目未来投资规模大，存在较大的融资压力。近三年项目建设收入规模保持增长，但区政府回购款实际拨付情况受财力状况、资金统筹安排影响较大。

基础设施项目

根据《关于永州市零陵城建投资有限公司承建基础设施项目有关事宜的规定》（零政府函〔2008〕6 号文）以及永州市政府与公司签署的《基础设施建设合同》，永州市政府和零陵区政府授权公司对零陵区内基础设施项目进行承建，基础设施建设的资金由公司自筹，永州市政府授权零陵区财政局对公司承建的市政建设项目按年度完成情况确认并结算支付工程款项，各年度确认为收入的工程价款为区财政投资评审中心确认的年度完工量的 1.2 倍（基础设施建设完成后，工程方提交结算报告，由财政评审中心进行评审，根据评审结果加上 20% 管理费和利润，计入公司的主营业务收入）。

支付方式上，依据各项目年度完成情况，零陵区政府主要以现金方式支付工程款项，若公司之前获得财政拨款或财政借款，工程款项直接从财政的拨款和借款中抵扣，不足部分，由区财政逐步拨付。

财务处理方面，项目建设期，公司根据基础设施建设过程中实际发生的各项支出，根据工程进度结算工程价款，计入“存货”（部分尚未明确具体项目或者没有获取发票的款项计入“预付款项”），城市基础设施在财政评审以后移交给区政府，并按成本加成 20% 确认收入，同时将该项目相应的存货结转为成本。

一般来看，公司建设项目收入的确认与政府实际回款受财力状况、资金统筹安排影响存在一定时间差，2016—2018 年，公司分别实现建设项目收入 5.30 亿元、6.83 亿元和 6.47 亿元，2019 年 1—9 月实现 1.23 亿元。截至 2018 年底，公司合计应收零陵区财政局工程回购款 13.33 亿元（在“应收账款”科目反映）。

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建基础设施建设项目包括零陵古城文化旅游综合保护开

发项目、火车南站路网建设工程、永州市零陵城区北新区路网建设工程项目等，计划总投资达 145.70 亿元，累计已完成投资 79.24 亿元。

零陵古城文化旅游综合保护开发项目位于零陵城区潇水东西两岸，项目内容包括该区域的景区景点建设和配套设施建设。规划用地面积为 155.54 公顷（约合 2333.10 亩），总建筑面积为 76.3 万平方米，项目开发建设用地面积为 108.48 公顷（约 1627 亩）；保护区用地面积为 47.06 公顷（705.90 亩）。项目预计建设工期为 6 年。计划总投资 70 亿元，公司代表零陵区政府投资 32 亿元（其中 9.60 亿元自筹，22.40 亿元通过外部融资解决），北京伟光汇通文化旅游投资公司投资 38 亿元。未来公司以代建模式参与到项目的基础设施建设中。截至 2019 年 9 月底，公司对该项目已投资 28.78 亿元。

社会停车场项目需要依靠项目自身收益进行资金平衡，其收益实现可能受到区域经济发展和项目建设运营效率等方面因素的影响，具有一定不确定性。

表 4 截至 2019 年 9 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金平衡模式	计划总投资	已完成投资	累计回款
火车南站路网建设工程	政府代建	10.46	8.59	4.68
湘江东路零陵段路网建设工程	政府代建	8.15	6.93	4.51
沿江大道建设工程	政府代建	5.79	5.79	4.40
永州市零陵城区北新区路网建设工程项目	政府代建	8.65	4.82	4.82
阳明大道、日升东路建设工程	政府代建	2.38	1.86	1.86
零陵古城文化旅游综合保护开发项目	政府代建	32.00	28.78	2.30
朝阳大道项目	政府代建	3.52	1.97	0.30
工业园九条路项目	政府代建	1.90	1.17	0.51
城区道路提质改造项目	政府代建	8.85	1.12	0.00
潇水东岸旧城改造项目	政府代建	9.41	5.30	0.00
潇水河防洪综合治理工程建设项目	政府代建	4.41	1.98	1.57
学位建设项目	政府代建	13.14	4.20	0.00
黄田铺书香教育小镇提质改造项目	政府代建	3.80	0.34	0.00
老埠头等村集中连片项目	政府代建	4.30	4.09	0.00
零陵区社会停车场建设工程项目	项目经营	16.36	0.84	0.52
床位建设与棚改安置小区建设项目	其他	11.50	1.07	0.00
创新创业大厦项目	项目经营	1.08	0.39	0.00
合计	--	145.70	79.24	25.47

注：1. 零陵古城文化旅游综合保护开发项目总投资 70 亿元，由公司负责的投资为 32 亿元；2. 上表中各项目归集了土地整理成本，所整理土地未来可进行挂牌出让；3. 上表中部分项目已结转部分建设成本，故完成投资金额大于当期存货-基础设施建设工程余额；4. 床位建设与棚改安置小区建设项目模式为部分自营、部分政府购买

资料来源：公司提供

未来公司拟建项目主要包括滨江新城片区开发等 3 个项目，上述项目合计总投资 52.00 亿元。其中，零陵区地下综合管廊项目、火车站物流中心预计通过经营性收入实现资金平衡；

滨江新城片区开发项目拟通过与外部投资者合资项目公司，进行基建、房地产开发带动旅游等产业。整体看，公司未来存在较大的投资压力。

表 5 截至 2019 年 9 月底公司拟建基础设施建设项目未来投资情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	资金来源		未来投资计划		
			自有	贷款	2019 年 10—12 月	2020 年	2021 年
1	火车站物流中心	30000.00	9000.00	21000.00	--	10000.00	20000.00
2	零陵区地下综合管廊	150000.00	45000.00	105000.00	--	30000.00	30000.00
3	滨江新城片区开发	340000.00	68000.00	272000.00	300.00	61200.00	60000.00
合计		520000.00	122000.00	398000.00	300.00	101200.00	110000.00

资料来源：公司提供

棚户区改造

为推进零陵区棚户区改造工程，公司参与了零陵区范围内 6 个棚改项目。项目资金来源主要包括自筹、农发行棚改贷款和国开行棚改贷款。公司下属子公司永州乐众棚户区改造有限公司和永州市零陵沿江大道开发有限责任公司分别作为棚改项目的工程主体。除潇水西路棚改项目外，公司其余棚改项目均采用政府购买服务模式。

根据永州市零陵区房产局和公司签订的《政府购买协议》，合同期限 25 年（第 1 年至第 24 年为项目建设、运营及购买服务资金支付期，第 25 年为项目资产移交期），项目投资资金来自于公司的自筹资金以及向贷款行申请的融资资金，零陵区房产局作为购买主体，分 25

年对棚改项目进行购买。建设期届满前，公司的服务费用根据服务完成进度进行核定；建设期届满或者公司完成项目建设内容后，公司工作经零陵区房产局验收合格后，零陵区房产局按照支付计划逐年支付服务费用。

账务处理方面，当公司收到国开行或农发行的贷款时计入“长期借款”，项目投入计入“存货”科目，还款时冲减“长期借款”科目。

截至 2019 年 9 月底，公司棚改项目计划总投资 67.26 亿元，其中使用政府购买模式开展的项目总投资 66.87 亿元，使用项目资本金 14.77 亿元，银行贷款 52.10 亿元。截至 2019 年 9 月底，累计已投资 10.99 亿元，收到回款 1.18 亿元。

表 6 截至 2019 年 9 月底公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金平衡模式	计划总投资	已完成投资	累计回款
潇水西路棚改项目	政府代建	0.39	0.26	0.00
零陵区潇水两岸（城中村）棚改项目（三期）	购买服务	10.07	2.27	1.18
南津渡及朝阳片区城中村改造项目	购买服务	12.11	5.78	0.00
潇水两岸棚户区改造二期项目	购买服务	18.70	1.57	0.00
南津路棚户区改造一期项目	购买服务	18.85	0.59	0.00
潇水两岸棚户区改造项目	购买服务	7.14	0.52	0.00
合计		67.26	10.99	1.18

注：1. 上表中各项目归集了土地整理成本，所整理土地未来可进行挂牌出让；2. 上表中部分项目已结转部分建设成本，故完成投资金额大于当期存货-基础设施建设工程余额

资料来源：公司提供

（3）供水及供水安装施工业务

公司是永州市中心城区零陵区城区内唯一的自来水供应主体，负责零陵区内的自来水供应和管道水表安装业务，近三年实现收入波动增长。

公司供水及供水安装施工业务由子公司永州市零陵区自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责。截至2019年9月底，自来水公司下辖2座水厂，供水能力18万吨/日，供水范围为永州市零陵区主城区。

2016—2018年，公司分别实现供水收入4953.17万元、5071.65万元和5864.80万元，逐年有所增加。公司按照湖南省水利厅、发改委、物价局等部门的水费收缴文件对用户用水进行收费。其业务开展的资金主要来源于水费收入和水电开户费。

水价方面，根据2015年12月永州市发改委《关于调整市中心城区城市供水价格暨实行阶梯水价的通知》，于2016年1月1日起执行调整后的供水价格。具体调整如下：

表7 永州市中心城区城市供水价格

（单位：元/吨）

用户类别	阶段	供水价格		污水处理费	
		调整前	调整后	调整前	调整后
居民生活用水	15吨/每户·月（含）	1.43	1.60	0.72	0.82
	15—25吨/每户·月（含）	2.40	2.40		
	25吨/每户·月以上	3.20	3.20		
非居民生活用水	--	2.03	2.40	0.96	1.06
特种行业用水	--	6.00	6.40	1.40	1.50

注：对家庭常住人口超过4口的，可按实超人数核增每人每月4立方米

资料来源：联合资信整理

2016—2018年，公司分别实现供水设施安装收入1329.48万元、951.87万元和2586.58万元。2018年，由于新装自来水设施用户增加，供水设施安装收入同比增长171.74%。同时由

于2018年自来水供给设施维修成本增加导致该业务毛利率下滑至10.28%。

公司供水业务在建工程主要为永州市北部生态新城供水管网工程，资金来源为公司自筹。项目总投资6573.00万元，主要建设内容为城区供水主管网（47.8km）及配套管网设施建设。该项目于2012年开始建设，截至2019年9月底，已完成投资4124.88万元。

（4）锰矿开采业务

公司子公司永州市零陵区锰资源综合开发有限公司（以下简称“锰业公司”）成立于2005年7月，注册资本1000万元，于2014年无偿划转至公司。

2016年，锰矿价格下跌，锰矿进行停产检修，受此影响，2016年公司未获得锰矿业务收入。2017年，由于行业回暖，锰矿恢复开采，锰业公司确认锰矿开采权分成收入134.66万元。但由于管理成本较高，该业务毛利率为负。2018年受部分采矿权到期以及市场行情的影响，锰矿暂停运营，未产生业务收入。根据永国资（2019）1号文，为提高经营效率，公司于2019年1月将锰业公司以2000万元交易价转让给零陵交投。

（5）其他业务

公司子公司永州市零陵资产经营有限责任公司（以下简称“资产经营公司”，公司持股100%）成立于2016年12月，截至目前注册资本和实缴资本均为1亿元。

2018年9月，资产经营公司以1.06亿的价格购入位于零陵区322国道与工业大道交汇东北角的6栋工业园标准厂房（占地面积约45500平方米），并将其对外出租，2018年实现收入206.98万元。

3. 未来发展

未来，公司将加大城市基础设施建设项目

投入,进一步加大辖区内土地整理与开发力度,提升资产实力和盈利能力。公司通过成立渣土消纳处理公司、污水处理公司、加油站建设投资公司等从事城市经营的实体,提高城市资产经营效益,使经营状况更加稳健,盈利能力更加突出。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底,公司合并范围内子公司共 16 家。2017 年,公司新增 1 家纳入合并范围的公司,城鑫公司的划入使公司存货及长期借款有所增加;2018 年,公司对资产经营公司注册资本进行实缴,使其纳入合并范围;2019 年 1—9 月,公司将持有锰业公司 100%股权转让

出。近年合并范围变动对公司整体资产、收入等指标影响较小,财务数据可比性较强。

截至 2018 年底,公司资产总额 243.65 亿元,所有者权益 136.86 亿元(含少数股东权益 5.84 亿元);2018 年公司实现营业收入 12.10 亿元,利润总额 3.71 亿元。

截至 2019 年 9 月底,公司资产总额 261.01 亿元,所有者权益 138.50 亿元(含少数股东权益 5.84 亿元);2019 年 1—9 月公司实现营业收入 6.58 亿元,利润总额 1.62 亿元。

2. 资产质量

近年来,公司资产规模持续上升,资产中以土地资产和基建项目为主的存货占比大,大部分土地已用于抵押;应收类款项和预付工程款对公司资金形成一定的占用。整体看,公司资产流动性弱,资产质量一般。

2016—2018 年,公司资产规模年均复合增长 15.55%。2018 年底,公司资产总额 243.65 亿元,较上年底增长 6.71%,主要系应收账款、存货的增长。其中,流动资产占 99.34%,以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	181.97	99.72	227.83	99.78	242.05	99.34	258.53	99.05
货币资金	12.00	6.58	19.43	8.51	19.13	7.85	14.94	5.72
应收账款	6.44	3.53	6.93	3.03	13.71	5.63	15.16	5.81
预付款项	9.52	5.22	12.16	5.33	7.56	3.10	5.57	2.13
其他应收款	10.65	5.84	26.83	11.75	20.77	8.53	36.76	14.08
存货	142.78	78.25	161.87	70.89	180.39	74.04	185.75	71.17
非流动资产合计	0.51	0.28	0.51	0.22	1.60	0.66	2.47	0.95
资产总计	182.47	100.00	228.34	100.00	243.65	100.00	261.01	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2016—2018 年,公司流动资产快速增长,年均复合增长 15.33%,主要来自存货、应收账款的增长。2018 年底,公司流动资产 242.05 亿元,主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。

2016—2018 年,公司货币资金有所波动,年均复合增长 26.28%,主要来自银行借款、发

行债券和借入的往来款增加。2018 年底,公司货币资金 19.13 亿元,较上年底下降 1.55%。公司货币资金中有 1.50 亿元其他货币资金,主要为购买的理财产品。2018 年底,公司无受限制货币资金。

2016—2018 年,公司应收账款快速增长,年均复合增长 45.97%。2018 年底,公司应收账

款13.71亿元，较上年底增长97.90%，主要是应收永州市零陵区财政局的工程回购款，占公司应收账款的98.88%，集中度很高。应收账款共计计提坏账准备629.48万元，计提比例为0.46%；款项回收风险较小，但对公司资金形成占用。

公司预付款项主要是预付工程款。2016—2018年，由于启动项目较多，投资规模大、建设周期长，项目结算节点不一致，导致预付款项有所波动。2018年底，公司预付款项7.56亿元，较上年底下降37.85%，主要系因零陵古城项目对永州市第一市政公司的预付工程款转入存货所致。公司预付账款账龄在1年以内的占1.15%，1—2年的占19.29%，2年以上的占79.56%，账龄偏长，对公司资金形成一定占用。公司预付永州市第一市政公司的工程款占总预付款的75.40%，集中度很高。

2016—2018年，公司其他应收款波动较大。2018年底，公司其他应收款20.77亿元，较上年底减少22.56%，主要系公司与永州市零陵区国有土地上房屋征收与补偿管理办公室（以下简称“征收补偿办公室”）的房屋拆迁补偿款往来减少所致。公司其他应收款前五大单位合计欠款13.61亿元，占比64.00%，主要是应收征收补偿办公室征收补偿款等，集中度比较高，往来单位主要是当地政府部门和国企，款项回收风险较小，但对公司资金形成占用。2018年底，公司其他应收款共计提0.48亿元坏账准备。

表9 截至2018年底公司其他应收款前5名明细
(单位：万元、%)

单位名称	金额	比例	性质
永州市零陵区国有土地上房屋征收与补偿管理办公室	51177.67	24.08	往来款
永州市零陵区财政局	34416.68	16.19	往来款
永州市零陵区征地拆迁办公室	18065.62	8.50	往来款
湖南潇湘源工业投资有限公司	16312.93	7.67	往来款
永州市长银古城建设合伙企业（有限合伙）	16078.00	7.56	往来款
合计	136050.91	64.00	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司的存货主要包括土地资产、基础设施工程和供水辅助材料。2016—2018年，公司存货不断增长，年均复合增长12.40%，主要系基础设施建设工程推进所致。2018年底，公司存货180.39亿元，主要由土地资产（110.03亿元，其中未缴纳土地出让金的土地合计99.54亿元）和基础设施建设工程（70.35亿元）构成，较上年底增长11.44%，主要系基础设施项目持续投入所致。

2016—2018年，公司非流动资产波动增长，2018年底，公司非流动资产1.60亿元，较上年底增长45.69%，主要来自投资性房地产的增长。2018年底，公司非流动资产主要为投资性房地产。

公司于2018年新购置投资性房地产标准厂房，截至2018年底账面价值1.05亿元。

2019年9月底，公司资产总额261.01亿元，其中流动资产占99.05%。2019年9月底，公司流动资产258.53亿元，较上年底增长6.81%，主要来自其他应收款的增长。公司其他应收款36.76亿元，较上年底增长76.93%，主要系公司与征收补偿办公室等部门资金往来款增加所致。

截至2019年9月底，公司有账面价值61.43亿元的土地资产使用权受到限制，占资产总额的23.54%，受限资产规模大。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益保持增长，以实收资本和资本公积为主；公司有息债务规模快速增长，整体债务负担一般；公司在建和拟建工程后续投资大，公司债务规模或将继续上升。

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长4.89%，主要系未分配利润以及少数股东权益增长所致。2018年底，公司所有者权益136.86亿元，较上年底增长2.79%。归属于母公司所有者权益131.01亿元，其中实收资本占15.27%，资本公积占70.24%，盈余公积1.49%，未分配利润占13.09%。2017年，公司

少数股东权益大幅增长，主要系永州市长银古城建设合伙企业（有限合伙）向城鑫公司注资所致。

公司资本公积全部由其他资本公积构成，大部分为政府注入的土地资产，占比为 92.74%。2017 年底，公司资本公积 92.03 亿元，较上年年底下降 14.96%，主要系 2017 年转入实收资本 16.71 亿元所致。

2019 年 9 月底，公司所有者权益 138.50 亿元，较上年底变化不大。

负债

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 35.61%。2018 年底，公司负债合计为 106.79 亿元，较上年底增长 12.19%。公司负债以非流动负债为主，其中流动负债占 23.28%、非流动负债占 76.72%。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长。2018 年底，公司流动负债为 24.86 亿元，较上年底下降 4.78%。流动负债以其他应付款、一年内到期的非流动负债为主。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 34.89%。2018 年底，公司其他应付款为 19.52 亿元，较上年底增长 29.94%。其他应付款主要是与永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司、零陵交投的资金往来和暂借款。2016—2018 年，公司其他应付款中往来有息借款分别为 5.10 亿元、5.53 亿元和 8.24 亿元，主要为针对棚改项目借款，已计入相关债务指标中。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 36.24%。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.04 亿元，较上年底下降 70.37%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券减少所致。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 52.24%，主要是长期借款的快速增长。2018 年底，公司非流动负债合计为 81.93 亿元，较上年底增长 18.60%。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，

年均复合增长 53.21%，主要系项目借款增加所致。2018 年底，公司长期借款 45.96 亿元，较上年底增长 5.67%，其中质押及保证借款 19.74 亿元（质押物主要为应收项目款），抵押借款 11.53 亿元，抵押及保证借款 6.86 亿元，质押借款 5.24 亿元，抵押及质押借款 2.60 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，2018 年底，公司应付债券 21.79 亿元，包括“17 零陵城建 PPN001”2.97 亿元、“17 零陵城建 MTN001”2.96 亿元、“18 零陵城建 MTN001”6.90 亿元、“18 零陵城建 PPN001”8.96 亿元。

2018 年底，公司长期应付款 14.17 亿元，较上年底大幅增加，主要系政府置换债务增长。因公司对政府置换债务具有还本付息责任，故本报告将长期应付款计入有息债务中计算。

2019 年 9 月底，公司负债总额 122.51 亿元，较上年底增长 14.72%，主要系棚改项目获取的国开行与农发行的长期借款增加所致。公司非流动负债合计 103.73 亿元，占 84.67%；非流动负债占比上升。

2016—2018 年，公司有息债务呈快速上升趋势，年均复合增长 35.75%。2018 年底，公司全部债务 94.41 亿元，较上年底增长 11.23%。从构成上看，长期债务 81.93 亿元，占全部债务的 86.78%，长期债务占比较上年底大幅增长。2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均较上年底有所上升，分别为 43.83%、40.82%和 37.45%。整体看，近三年公司债务规模快速上升，但整体债务负担尚可，处于可控范围。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
短期债务	15.89	15.80	12.48	11.69
长期债务	35.35	69.08	81.93	103.73
全部债务	51.24	84.88	94.41	115.42
长期债务资本化比率	22.13	34.16	37.45	42.82
全部债务资本化比率	29.17	38.93	40.82	45.46
资产负债率	31.83	41.69	43.83	46.94

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2019年9月底,公司全部债务115.42亿元,较2018年底增长22.25%,主要源自长期借款的增加。从构成上看,长期债务103.73亿元,占全部债务的89.87%。2019年9月底,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均较上年底小幅上升,分别为46.94%、45.46%和42.82%。永州市长银古城建设合伙企业(有限合伙)向城鑫公司的注资将按约定时间和金额收回(约定收回时间2021—2025年,金额分别为0.5亿元、0.5亿元、1亿元、1亿元、1.8亿元),公司实际债务偿付压力大于上述指标。公司在2019年10—12月、2020—2022年将到期的债务分别为3.41亿元、24.05亿元、27.14亿元和12.63亿元,公司存在一定的集中兑付压力。

4. 盈利能力

公司整体盈利能力弱,利润水平对政府补助依赖大;公司对期间费用控制能力有待加强。

2016—2018年,公司营业收入快速增长,年均复合增长42.87%。2018年,公司实现营业收入12.10亿元,同比增长62.39%,主要系实现土地出让收入所致。

2016—2018年,公司营业成本持续增长,年均复合增长29.72%。2018年,公司营业成本为8.06亿元,较上年增长31.97%。2016—2018年,公司营业利润率波动上升,三年分别为19.00%、17.89%和33.35%。

期间费用方面,公司期间费用以管理费用及财务费用为主。2016—2018年,随着业务规模和人员规模的增长,管理费用不断增长,年均复合增长15.78%;由于利息支出的增加,财务费用快速增长,年均复合增长83.97%。2016—2018年,公司的期间费用占营业收入比重分别为17.24%、17.89%和22.96%。总体看,公司费用控制能力逐年减弱,对公司利润形成一定侵蚀。

2016—2018年公司分别获得政府补助

2.17亿元、2.37亿元和2.53亿元,实现利润总额分别为2.22亿元、2.42亿元和3.71亿元。总体看,公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

从盈利指标看,2016—2018年,公司总资产收益率分别为1.66%、1.56%和2.52%;净资产收益率分别为1.78%、1.82%和2.69%,受制于业务性质,公司整体盈利能力较弱。

表11 2016—2018年公司盈利情况

(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	5.93	7.45	12.10
营业外收入	2.17	2.37	2.53
利润总额	2.22	2.42	3.71
营业利润率	19.00	17.89	33.35
总资产收益率	1.66	1.56	2.52
净资产收益率	1.78	1.82	2.69

资料来源:联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2019年1—9月,公司营业收入为6.58亿元,实现利润总额1.62亿元,利润主要来自政府补贴和土地出让;2019年1—9月,公司营业收入以土地出让收入为主,一季度公司营业利润率为29.17%,较上年有所下降。

5. 现金流

近年来公司收现质量有所下降;受政府回款效率以及项目建设持续投入影响,经营性现金流净额波动较大;公司经营活动和投资活动主要依赖外部融资补充;随着公司债务陆续到期,公司仍然存在较大外部筹资需求。

从经营活动来看,2016—2018年,公司经营活动现金流入快速增长,年均复合增长51.95%。2018年公司经营活动现金流入29.96亿元,同比增长106.58%,主要系收到其他与经营活动有关的现金增长所致。销售商品、提供劳务收到的现金4.56亿元,同比下降34.66%。收到其他与经营活动有关的现金25.41亿元,同比增长237.43%,系收到的资金往来款大幅增加所致。2016—2018年,公司现金收入比分别为94.54%、93.63%和37.68%,2018年现金收入比大幅下降的原因是本年实现土地出让但

收到回款较少导致。2016—2018年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长41.61%。2018年，公司经营活动现金流出29.89亿元，同比下降31.64%，主要系基建项目投入和支付其他与经营活动有关的现金减少所致。购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别为22.39亿元和7.11亿元。公司经营活动现金流净额波动较大，2016—2018年分别为-1.92亿元、-29.21亿元和0.08亿元。

投资活动方面，公司近三年无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016—2018年公司投资活动现金净额分别为-1.45亿元、-0.51亿元和-2.11亿元。投资活动现金流的变化主要与公司购买理财产品、对子公司注资以及构建投资性房地产等长期资产有关。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款和发行债券收到的现金。2016—2018年，公司筹资活动现金流入波动增长，2018年36.54亿元，融资渠道多样，包括发行债券、银行借款和政府债务置换，最主要的为发行债券和银行借款。2016—2018年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长123.95%。2018年，公司筹资活动现金流出34.81亿元，其中偿还债务支付的现金28.49亿元，分配股利、利润和偿付利息支付的现金5.15亿元，均较上年快速增长。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为11.65亿元、37.16亿元和1.73亿元。

表 12 2016—2018 年公司现金流情况

(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	12.98	14.50	29.96
投资活动现金流出量	14.90	43.72	29.89
经营活动净现金流	-1.92	-29.21	0.08
投资活动净现金流	-1.45	-0.51	-2.11
筹资活动净现金流	11.65	37.16	1.73
现金收入比	94.54	93.63	37.68

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

2019年1—9月，公司经营活动现金净流出1.76亿元，投资活动现金净流出0.85亿元，筹资活动现金净流出1.59亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司是永州市重要的基础设施建设主体之一，获得政府支持力度大，且拥有一定的土地储备。公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2016—2018年，公司流动比率快速增长，2018年底为973.50%。2016—2018年，速动比率有所波动，2018年底为248.00%。2019年9月底公司流动比率和速动比率分别为1376.40%和387.49%。2016—2017年，公司经营活动现金流量净额为负，2018年公司经营现金流流动负债比为0.31%，对短期债务几乎无保障能力。2019年9月底，公司现金类资产为14.94亿元，为短期债务的1.28倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA分别2.94亿元、3.42亿元和5.90亿元；全部债务/EBITDA分别为17.40倍、24.82倍和16.01倍，EBITDA利息倍数分别为1.59倍、0.81倍和1.11倍。公司长期偿债指标较弱。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2019年9月底，公司在各家金融机构获得授信合计为132.24亿元，尚未使用额度为20.59亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2019年9月底，公司对外担保余额为6.35亿元，担保比率为4.59%，被担保方为政府平台。公司对外担保比率较小，或有负债风险较小。

表 13 截至 2019 年 9 月底公司对外担保明细

(单位: 亿元)

被担保单位	贷款银行	担保余额	担保期限	担保方式
永州市星辉投资发展有限公司	建设银行	4.17	2015.12—2020.12	抵押担保

永州市零陵交通建设投资有限公司	华融湘江银行永州分行	2.18	2017.01—2022.01	保证担保
合计	--	6.35	--	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司资产和收入规模占公司比重较大；母公司资产以存货、其他应收款和长期股权投资为主，债务负担一般。

2018 年底，母公司资产总额为 193.81 亿元，较上年底增长 4.14%，主要来自应收账款和其他应收款的增加。其中，流动资产占比 87.21%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产占比 12.79%，主要由长期股权投资构成。

2018 年底，母公司所有者权益为 131.50 亿元，较上年底增长 2.88%，主要由实收资本（占 15.21%）、资本公积（占 69.99%）和未分配利润（占 13.32%）构成。

2018 年底，母公司负债总额 62.31 亿元，较上年底增长 6.90%，主要来自其他应付款、应付债券和长期应付款的增加。母公司 2018 年底资产负债率为 32.15%，较上年底变化不大。

2018 年，母公司营业收入 7.65 亿元，营业成本 4.54 亿元，利润总额 3.68 亿元。同期，母公司营业利润率为 40.62%。

2019 年 9 月底，母公司资产总额 198.96 亿元，所有者权益 133.13 亿元，负债总额 65.83 亿元；母公司资产负债率 33.09%。2019 年 1—9 月，母公司营业收入 4.77 亿元，利润总额 1.64 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为 2.40—7.90 亿元，以发行规模上限 7.90 亿元计算，分别相当于 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 7.62% 和 6.84%，对公司现有债务有一定影响。

2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比例分别为 46.94%、45.46% 和 42.82%。以 2019 年 9 月底财务数据为基础，同时考虑到公司于 2019 年 12 月发行的“19 零陵城建 MTN001” 2.10 亿元，不考虑其他因素，本期中票发行后，按发行规模上限计算，上述三项指标将分别上升至 48.90%、47.52% 和 45.09%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年公司经营活动的现金流入量分别为 12.98 亿元、14.50 亿元和 29.96 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的 1.64 倍、1.84 倍和 3.79 倍，公司经营活动现金流入量对本期中票保障能力较强。公司经营活动现金净流量基本为负，对本期中期票据基本不具备保障能力。

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.94 亿元、3.42 亿元和 5.90 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的 0.37 倍、0.43 倍和 0.75 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力较弱。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强，EBITDA 对本期中期票据覆盖能力较弱。考虑到公司作为永州市重要的基础设施建设主体之一，以及持续获得政府对公司的的大力支持，公司对本期中期票据的偿还能力很强。

十、结论

公司是永州市重要的基础设施建设主体之一，在资本金注入、土地资源划拨、政府补助和政府债务置换等多方面得到了永州市国资委和零陵区政府的大力支持。

目前，公司主营业务包括土地一级开发、基础设施建设和供水等业务，资产以土地资产和基建工程投入为主的存货规模较大，公司资

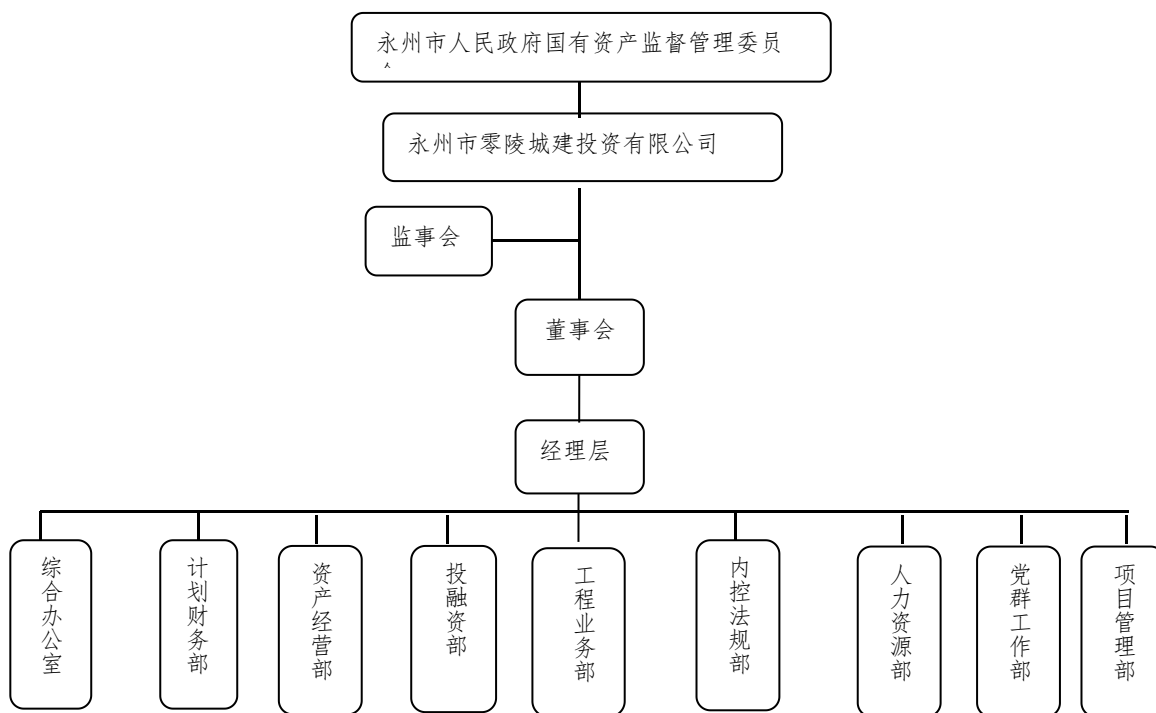
产流动性偏弱；债务规模持续上升，整体债务负担一般；政府补助对利润贡献大，自身盈利能力较弱。

未来公司将在承担零陵区历史文化名城的城市建设与土地开发任务的基础上，辅以适度多元化经营，整体收入水平有望得到提升；公司已有的土地储备及政府给予的持续大力支持也有助于支撑公司的整体偿债能力，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司全称	主要业务或经营范围	注册资本	持股比例
1	永州市香零山路桥开发有限公司	建设香零山大道路网工程、香零山大道与 322、207 国道接线工程、香零山大桥、土地整理与开发; 城市基础设施项目的投资及开发建设	10200.00	100.00
2	永州市零陵沿江大道开发有限责任公司	城市基础设施、农村基础设施、水利设施项目的投资及开发建设; 招商引资; 沿江大道和防洪堤工程管理	15000.00	100.00
3	永州市零陵香零山花园有限公司	城市基础设施建设, 招商引资, 物业管理。	10050.00	100.00
4	永州市零陵旅游开发有限公司	旅游资源开发, 旅游产品生产、销售、服务。	5000.00	100.00
5	永州市零陵旅行社有限责任公司	国内旅游业务。	30.00	100.00
6	永州市零陵区零陵大道零陵段建设有限公司	零陵大道零陵段建设项目经营和管理。	100.00	100.00
7	永州市零陵区农村基础设施建设投资有限公司	农村开发; 农村基础建设(路网、水网)投资。	4100.00	100.00
8	永州火车南站路网建设有限公司	永州市火车南站工业园相关的城市基础设施建设及第二、三产业的建设和开发。	160.00	100.00
9	永州市零陵区自来水公司	自来水、自来水管道的安装、改造, 水暖器材。	1309.00	100.00
10	永州市国道三二二线零陵段改线工程建设开发有限公司	三二二国道零陵段改线工程建设、开发、管理及建材营销。	6300.00	95.24
11	永州潇湘新农村建设发展有限公司	新农村建设、城乡一体化建设、小城镇建设投资	10000.00	100.00
12	永州乐众棚户区改造有限公司	保障性住房、安置房和社会公益设施建设; 旧城区改造、棚户区改造、城中村改造、片区开发、城市建设用地整理开发。	10000.00	100.00
13	永州市零陵古城基础设施建投投资有限公司	零陵古城范围内的征地拆迁、基础设施建设和愚溪河整治。	4320.00	100.00
14	永州市零陵区社会事业发展有限公司	文教卫基础设施建设、运营, 文教卫行业信息化建设, 器材、图书经营等社会事业建设、管理, 经市、区人民政府批准或允许的其他业务(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	5000.00	100.00
15	永州市城鑫保障性安居工程投资建设开发有限公司	保障性住房、安置房建设; 旧城区改造、棚户区改造、城中村改造、房地产开发、经营; 物业管理; 物业租赁; 造林、育林; 园林绿化工程服务; 景观和绿地设施工程施工; 绿化管理、养护、病虫害防治服务; 建材、工程机械、机械配件的销售。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	63000.00	7.94
16	永州市零陵资产经营有限责任公司	城市片区开发、城区建设用地整理开发, 国有资产的经营、管理, 城市特许经营权, 政府存量债务的管理、归集、处置、化解, 经市、区人民政府批准或允许的其他业务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	10000.00	100.00

注: 公司对城鑫公司存在控制权, 根据实质重于形式原则纳入合并范围

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.00	19.43	19.13	14.94
资产总额（亿元）	182.47	228.34	243.65	261.01
所有者权益（亿元）	124.40	133.15	136.86	138.50
短期债务（亿元）	15.89	15.80	12.48	11.69
长期债务（亿元）	35.35	69.08	81.93	103.73
全部债务（亿元）	51.24	84.88	94.41	115.42
营业收入（亿元）	5.93	7.45	12.10	6.58
利润总额（亿元）	2.22	2.42	3.71	1.62
EBITDA（亿元）	2.94	3.42	5.90	--
经营性净现金流（亿元）	-1.92	-29.21	0.08	-1.76
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.94	1.11	1.17	--
存货周转次数（次）	0.04	0.04	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.05	--
现金收入比（%）	94.54	93.63	37.68	77.93
营业利润率（%）	19.00	17.89	33.35	29.17
总资本收益率（%）	1.66	1.56	2.52	--
净资产收益率（%）	1.78	1.82	2.69	--
长期债务资本化比率（%）	22.13	34.16	37.45	42.82
全部债务资本化比率（%）	29.17	38.93	40.82	45.46
资产负债率（%）	31.83	41.69	43.83	46.94
现金短期债务比（倍）	0.76	1.23	1.53	1.28
流动比率（%）	800.76	872.50	973.50	1376.40
速动比率（%）	172.46	252.61	248.00	387.49
经营现金流动负债比（%）	-8.47	-111.87	0.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.40	24.82	16.01	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	0.81	1.11	--

注：1.2019 年三季度财务数据未经审计；2.其他应付款、长期应付款中有息借款已纳入全部债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.59	9.65	11.19	12.37
资产总额（亿元）	167.48	186.10	193.81	198.96
所有者权益（亿元）	124.86	127.81	131.50	133.13
短期债务（亿元）	8.47	12.51	9.73	9.64
长期债务（亿元）	23.63	31.23	37.32	38.72
全部债务（亿元）	32.10	43.74	47.05	48.36
营业收入（亿元）	2.71	3.50	7.65	4.77
利润总额（亿元）	2.22	2.43	3.68	1.64
EBITDA（亿元）	2.82	3.18	5.40	--
经营性净现金流（亿元）	-0.16	-1.72	5.08	2.70
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	4.07	--
存货周转次数（次）	0.02	0.03	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.04	--
现金收入比（%）	100.00	100.00	47.57	73.76
营业利润率（%）	16.67	16.67	40.62	31.56
总资本收益率（%）	1.79	1.85	3.02	--
净资产收益率（%）	1.78	1.90	2.80	--
长期债务资本化比率（%）	15.91	19.64	22.11	22.53
全部债务资本化比率（%）	20.45	25.50	26.35	26.65
资产负债率（%）	25.44	31.32	32.15	33.09
现金短期债务比（倍）	0.66	0.77	1.15	1.28
流动比率（%）	765.08	600.45	676.37	638.69
速动比率（%）	172.46	162.53	197.11	191.75
经营现金流动负债比（%）	-0.85	-6.35	20.33	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.39	13.74	8.72	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.40	1.78	--

注：1. 2019 年三季度财务数据未经审计；2. 其他应付款、长期应付款中有息借款已纳入全部债务；3. 2016、2017 年母公司应收账款和应收票据均为 0

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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

联合资信评估有限公司关于 永州市零陵城建投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

永州市零陵城建投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

永州市零陵城建投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对永州市零陵城建投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，永州市零陵城建投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注永州市零陵城建投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现永州市零陵城建投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对永州市零陵城建投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如永州市零陵城建投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对永州市零陵城建投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与永州市零陵城建投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。