

信用等级公告

联合〔2019〕2368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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持永州市零陵城建投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 零陵城建 MTN001”和“18 零陵城建 MTN001”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
二〇一九年七月二十四日



永州市零陵城建投资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
17 零陵城建 MTN001	3.00 亿元	2022/10/13	AA	AA
18 零陵城建 MTN001 ¹	7.00 亿元	2023/04/19	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.00	19.43	19.13	26.43
资产总额(亿元)	182.47	228.34	243.65	253.46
所有者权益(亿元)	124.40	133.15	136.86	137.23
短期债务(亿元)	15.89	15.80	12.48	12.48
长期债务(亿元)	35.35	69.08	81.93	91.62
全部债务(亿元)	51.24	84.88	94.41	104.10
营业收入(亿元)	5.93	7.45	12.10	3.33
利润总额(亿元)	2.22	2.42	3.71	0.37
EBITDA(亿元)	2.94	3.42	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	-1.92	-29.21	0.08	-0.34
营业利润率(%)	19.00	17.89	33.35	38.58
净资产收益率(%)	1.78	1.82	2.69	--
资产负债率(%)	31.83	41.69	43.83	45.86
全部债务资本化比率(%)	29.17	38.93	40.82	43.14
流动比率(%)	800.76	872.50	973.50	1020.41
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 年一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

分析师：赵起锋 徐羚晏

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

评级观点

永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“公司”或“零陵城投”）是永州市重要的基础设施建设主体之一。跟踪期内，永州市经济和财政实力持续增长，零陵区经济和一般预算收入保持稳步增长。公司持续获得永州市零陵区政府在财政补贴和政府债务置换方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司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。

公司 2018 年经营活动现金流入量对“17 零陵城建 MTN001”和“18 零陵城建 MTN001”覆盖能力较强。

随着永州市城市基础设施、棚改及零陵古城项目建设的持续推进，公司资产和营收规模有望持续扩大，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 零陵城建 MTN001”和“18 零陵城建 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，永州市经济和财政实力保持增长，零陵区经济和一般预算收入保持稳步增长，公司发展的外部环境良好。
- 公司是永州市重要的基础设施建设主体之一，跟踪期内在财政补贴和政府债务置换等方面得到了永州市零陵区政府的支持。

关注

- 公司土地整理投入较小，且近年土地出让规模受宏观经济及国家政策影响大，未来收益具有不确定性。
- 公司资产以土地为主，抵押受限规模较大，

¹ “18 零陵城建 MTN001”期限为 3+2 年，在 2021 年附发行人票面利率调整和投资者回售权

资产流动性弱。

3. 跟踪期内，公司债务增长较快，同时公司基建和棚改项目未来投资规模大，存在较大的融资压力。
4. 公司整体盈利能力弱，利润对政府补助依赖大。

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。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永州市零陵城建投资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（以下简称“联合资信”）关于永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权状况及经营范围均未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 20 亿元，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”）持有公司全部股权，是公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 243.65 亿元，所有者权益 136.86 亿元（其中少数股东权益 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 3 月底，公司资产总额 253.46 亿元，所有者权益 137.23 亿元（其中少数股东权益 5.84 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，利润总额 0.37 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券包括“17 零陵城建 MTN001”和“18 零陵城建 MTN001”，债券余额合计 10.00 亿元。截至 2019 年 6 月底，“17 零陵城建 MTN001”募集资金已按计划使用完毕，“18 零陵城建 MTN001”已使用 6.60 亿元。跟踪期内，公司已支付上述两期中期票据上一个计息年度利息。

“18 零陵城建 MTN001”设有第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
17 零陵城建 MTN001	3.00	2017/10/13	5 年
18 零陵城建 MTN001	7.00	2018/4/19	5 年 (3+2)

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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（PIRM）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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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。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；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将持续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，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. 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。

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，依法依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〔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

目前公司经营与投资的项目主要集中在永州市零陵区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受永州市及零陵区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

永州市经济及财政状况

根据《永州市2018年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年永州市全年实现地区生产总值1805.65亿元、比上年增长7.8%，其中，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%。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%。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、三次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。

2018年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%。

根据永州市财政局提供数据及《永州市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，永州市财政收入保持增长，地方一般公共预算收入118.10亿元，同比增长8.0%，其中税收收入79.95亿元，占比67.69%。地方财力对上级补助收入依赖较大，2017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。

跟踪期内，永州市经济保持了较快的增长势头，一般公共预算收入保持平稳增长，地区财政收入对上级补助收入依赖大，基金收入有所下降，全市政府债务总体水平较高。

零陵区经济及财政状况

根据《永州市零陵区2018年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年零陵区全区实现地方生产总值229.3亿元，同比增长8.1%，其中一、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，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%。

2018年，零陵区固定资产投资比上年增长12.0%。本年施工项目为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。产业投资完成812884万元，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。

根据《永州市零陵区2018年国民经济和社会发展统计公报》和《关于永州市零陵区2018年财政预算执行情况与2019年财政预算（草案）的报告》，2018年，零陵区一般公共预算收入12.26亿元，同比增长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%。

跟踪期内，零陵区经济和一般预算收入保持稳步增长，基金收入有所下降。

六、基础素质分析

公司是永州市政府国有独资公司，主要负责永州市零陵区基础设施建设和土地一级开发，并负责零陵区的供水业务。

2018年，公司获得零陵区政府财政补贴2.53亿元，反映在“营业外收入”。

截至2019年3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，则零陵区财政局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。

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2019年7月8日，跟踪期内公司新增1笔已

结清欠息，长沙银行股份有限公司永州分行于2018年11月5日出具说明，该笔欠息系公司财务人员计息出现错误所致，公司已于2018年9月21日结清拖欠利息，除此之外无其他新增不良信用记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司对部门设置进行了调整。截至2019年3月底，公司设有综合办公室、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。

跟踪期内，公司董事会成员发生变更：邓家昶继续担任公司董事长，不再兼任公司总经理；杨昌文由公司副总经理升至总经理。

除上述变动外，跟踪期内公司在治理结构、管理体制及管理制度无重大变化。

八、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。2018年，公司实现营业收入12.10亿元，同比增长62.42%，原因系公司本年实现土地出让收入4.76亿元。其中，建设项目收入仍为公司的主要收入来源，2018年受市场行情及政府规划影响导致收入略有下降，当年实现收入6.47亿元，较上年减少0.36亿元，占营业收入的53.47%。2018年，公司供水收入快速增长，实现收入0.59亿元。受新装自来水设施用户增加影响，2018年供水设施工程施工收入同比增长171.74%，当年实现收入0.26亿元。受部分采矿权到期以及市场行情的影响，2018年锰矿暂停运营，未产生业务收入。2018年公司新购入工业园标准厂房并对外出租，当年实现其他业务收入206.98万元。

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，2018年仍为16.67%；供水

和供水安装施工业务毛利率有所提高，2018 年为 38.37%。2018 年，受土地出让毛利率较高的影响，公司综合毛利率大幅上升至 33.39%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，较上年同期增长 128.04%，主要系公司

新增土地出让收入。2019 年 1—3 月，公司综合毛利率达 38.63%，较 2018 年有所提高，主要系土地出让业务毛利率较高，且与 2018 年相比收入结构中土地出让占比更高的原因。

表 3 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

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
建设项目收入	68337.14	91.73	16.67	64686.52	53.47	16.67	3400.00	10.19	16.67
供水与供水安装施工收入	6023.52	8.09	34.16	8451.38	6.99	38.37	1567.14	4.70	32.57
锰矿开采权分成收入	134.66	0.18	-9.06	--	--	--	--	--	--
土地出让收入				47626.00	39.37	55.15	28381.2	85.11	41.60
其他	--	--	--	206.98	0.17	47.52	--	--	--
合计	74495.32	100.00	18.04	120970.88	100.00	33.39	33348.34	100	38.63

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

注：其他业务收入主要系租金收入

2. 业务经营分析

土地整理

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，公司按照城市总体规划和土地利用总体规划申报用地指标，获取用地批准文件后依法征收土地；按照城市总体规划，将周边地块进行平整，达到出让条件后，按照土地出让的相关规定和程序，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其下属子公司享有，以补偿公司及下属子公司的土地整理与开发成本和适当的开发利润。

跟踪期内，公司陆续实现了明阳大道东侧、零陵区明阳大道（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 年一季度实现土地出让收入 2.84 亿元，出让土地 172 亩。截至 2019 年 3 月底公司可供出让的土地面积约 829 亩。2019 年 3 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 4945.41 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 4.67 亿元，为公司未来土地出让收入的形成提供了一定保障。从目前全国范围来看，房地产调控仍在进行，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。

基础设施建设

公司是永州市城市基础设施投资、建设、运营核心企业，主要负责区域为中心城区零陵区。

公司从事基础设施建设的资金由公司自筹，根据《关于永州市零陵城建投资开发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，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。

2018年，公司实现建设项目收入6.47亿元，2019年1—3月实现0.34亿元。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）。此外，公司预付款项中预付永州市第一市政公司的工程施工款5.70亿元，账龄主要为3~5年。

跟踪期内，基础设施建设业务收入略有下降，区政府回购款的拨付时点具有不确定性，预付工程款和未到位的应收账款对公司资金形成占用。

棚户区改造

为零陵区推进棚户区改造工程，公司参与了零陵区范围内5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（以下简称“乐众公司”）和永州市零陵沿江大道开发有限责任公司（以下简称“沿江公司”）分别作为棚改项目的工程主体。

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。

棚改项目计划总投资66.87亿元，截至2019年3月底，累计已投资8.60亿元，暂未形成回款。

供水及供水设施施工

公司子公司永州市零陵区自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责永州市中心城区零陵区的自来水供应和管道水表安装业务，在区域具有较明显的垄断优势。截至2019年3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。2018年，公司供水收入实现5864.80万元，同比快速增长15.64%，主要系生活用水和经营服务用水增长。跟踪期内，零陵区自来水价格未发生变化。

公司工程施工业务内容为供水设施施工。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%至2586.58万元。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%。

跟踪期内，公司供水业务快速增长，对公司营业收入形成补充。受到新装自来水设施用户增加影响，工程施工业务收入大幅增加，同时维修成本增加导致毛利率有所下滑。

锰矿开采权分成

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。

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永州市零陵交通建设投资有限公司。

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。

未来随着厂房陆续实现出租，公司其他业务收入有望进一步提高。

在建及拟建项目

公司作为永州市城市资源开发、建设、管理及运营的主体，承担着永州市内多项重大基

础设施项目的建设任务。截至 2019 年 3 月底，公司主要在建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、永州市零陵区城北新区路网建设工程项目等，总投资达 212.96 亿元（零陵古城文化旅游综合保护开发项目仅包含公司负责出资 32 亿元部分），累计已完成投资 84.35 亿元。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（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
永州市零陵区城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	28.06	2.30
朝阳大道项目	政府代建	3.52	1.96	0.30
工业园九条路项目	政府代建	1.90	1.14	0.51
城区道路提质改造项目	政府代建	8.85	0.94	--
潇水东岸旧城改造项目	政府代建	9.41	5.01	--
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	2.63	--
黄田铺书香教育小镇提质改造项目	政府代建	3.80	0.21	--
老埠头等村集中连片项目	政府代建	4.30	3.8	--
潇水西路棚改项目	政府代建	0.39	0.25	--
零陵区社会停车场建设工程项目	项目经营	16.36	0.84	0.52
零陵区潇水两岸（城中村）棚改项目（三期）	购买服务	10.07	1.57	--
南津渡及朝阳片区城中村改造项目	购买服务	12.11	4.88	--
潇水两岸棚户区改造二期项目	购买服务	18.70	1.46	--
南津路棚户区改造一期项目	购买服务	18.85	0.41	--
潇水两岸棚户区改造项目	购买服务	7.14	0.28	--
床位建设与棚改安置小区建设项目	其他	11.50	0.55	--
创新创业大厦项目	其他	1.08	0.39	--
合计	--	212.96	84.35	25.47

资料来源：公司提供

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 32 亿元，另外 38 亿元由合作方北京伟光汇通文化旅游投资公司负责出资；

- 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和创新创业大厦项目模式为部分自营、部分政府购买

未来公司拟建项目主要包括保障性住房建设项目等 5 个项目，上述项目合计总投资 70.14 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。整体看，公司未来存在较大的投资压力。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司拟建项目未来投资情况 (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 4-12 月	2020 年	2021 年
1	保障性住房建设项目	175440	52632	122808	--	20000	20000
2	金阳楼棚改安置小区	6000	6000	-	--	2552	3490
3	火车站物流中心	30000	9000	21000	--	10000	20000
4	零陵区地下综合管廊	150000	45000	105000	--	30000	30000
5	滨江新城片区开发	340000	68000	272000	300	61200	60000
合计		701440	180632	520808	300	123752	133490

资料来源: 公司提供

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。通过成立渣土消纳处理公司、水污处理公司、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, 使公司的经营状况更加稳健, 盈利能力更加突出。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表, 中审华会计师事务所(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意见审计结论。公司提供的 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底, 公司拥有纳入合并范

围的子公司共 16 家。2018 年, 公司新增 1 家纳入合并范围的公司; 2019 年, 公司减少 1 家纳入合并范围的公司。合并范围变化涉及的子公司规模较小, 对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底, 公司资产总额 243.65 亿元, 所有者权益 136.86 亿元(其中少数股东权益 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 3 月底, 公司资产总额 253.46 亿元, 所有者权益 137.23 亿元(其中少数股东权益 5.84 亿元); 2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入 3.33 亿元, 利润总额 0.37 亿元。

2. 资产质量

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%, 公司资产结构以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.43	8.51	19.13	7.85	26.43	10.43
应收账款	6.93	3.03	13.71	5.63	13.43	5.30
预付款项	12.16	5.33	7.56	3.10	7.76	3.06
其他应收款	26.83	11.75	20.77	8.53	20.99	8.28
存货	161.87	70.89	180.39	74.04	182.04	71.82
流动资产	227.83	99.78	242.05	99.34	251.13	99.08
非流动资产	0.51	0.22	1.60	0.66	2.33	0.92
资产总额	228.34	100.00	243.65	100.00	253.46	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

2018 年底, 公司流动资产 242.05 亿元, 主要由存货、其他应收款、预付款项、货币资金

和应收账款构成。

2018 年底, 公司货币资金 19.13 亿元, 同比

减少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。

2018年底，公司应收账款13.71亿元，同比增长97.90%；主要是应收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。公司应收账款主要欠款单位为永州市零陵区财政局，坏账风险较小。

2018年底，公司预付款项7.56亿元，同比下降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。

2018年底，公司其他应收款20.77亿元，同比减少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%，主要是应收永州市零陵区房屋征收管理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，公司共计提0.48亿元坏账准备。

表 7 2018 年底公司其他应收款前 5 名情况
(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	资产往来
永州市零陵区财政局	34416.68	16.19	资产往来
永州市零陵区征地拆迁办公室	18065.62	8.50	资产往来
湖南潇湘源工业投资有限公司	16312.93	7.67	资产往来
永州市长银古城建设合伙企业（有限合伙）	16078.00	7.56	资产往来
合计	136050.91	64.00	--

资料来源：公司审计报告

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，同比增长 11.44%，主要系基础设施项目持续投入所致。

2018 年底，公司非流动资产 1.60 亿元，同比增长 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，账面价值 1.05 亿元。

2019 年 3 月底，公司资产总额 253.46 亿元，其中流动资产占 99.08%。2019 年 3 月底，公司流动资产 251.13 亿元，较 2018 年底增长 3.75%，主要来自货币资金的增长。公司货币资金 26.43 亿元，较上年底增长 38.15%，主要系公司年初取得的棚改贷款，且项目结款集中在下半年。

2019 年 3 月底，公司有账面价值 63.64 亿元的土地资产使用权受到限制，受限资产规模大。

跟踪期内，公司资产规模保持增长，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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%。

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。2018 年底，公司资本公积 92.03 亿元，较上年底无变化。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 137.23 亿元，较上年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，以实收资本和资本公积为主，稳定性较强。公司

资本公积主要是土地，实际所有者权益质量一般。

负债

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%。

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。2018 年底，公司其他应付款为 19.52 亿元，较上年底增长 29.94%，主要是与永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司、永州市零陵交通建设投资有限公司的资金往来和暂借款；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。

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%。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。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。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。

2019 年 3 月底，公司负债总额 116.23 亿元，较上年底增长 8.84%，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 91.62 亿元，占 78.83%；非流动负债占比上升。

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%。

2019 年 3 月底，公司全部债务 104.10 亿元，较 2018 年底增长 11.23%，主要源自长期借款的增加。从构成上看，长期债务 91.62 亿元，占全部债务的 88.01%。2019 年 3 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 45.86%、43.14%和 40.03%。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 0.50 亿元、0.50 亿元、1.00 亿元、1.00 亿元、1.80 亿元），公司实际债务偿付压力大于上述指标。公司在 2020—2022 年将到期的债务分别为 22.33 亿元、23.48 亿元和 10.81 亿元，集中兑付压力有一定压力。

表 8 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	15.80	12.48	12.48
长期债务	69.08	81.93	91.62
全部债务	84.88	94.41	104.10
长期债务资本化比率	34.16	37.45	40.03
全部债务资本化比率	38.93	40.82	43.14
资产负债率	41.69	43.83	45.86

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

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，但整体债务负担一般。考虑到公司在建工程和拟建工程后续投资规模大，公司债务规模或将继续上升。

4. 盈利能力

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。2018 年，公司营业成本为 8.06 亿元，较上年增长 31.97%。公司营业利润率为 33.35%，同比上升 15.46 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用及财务费用为主。2018 年，公司期间费用为 2.78 亿元，同比增长 108.34%，主要系财务费用大幅增加所致。期间费用占营业收入的 22.96%，

对公司利润形成一定侵蚀。

2018年，公司获得政府补贴2.53亿元，较上年增加0.16亿元。公司利润总额3.71亿元，同比增长53.13%。公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

从主要盈利指标看，2018年公司总资本收益率上升至2.52%，净资产收益率上升至2.69%。受制于业务性质，公司整体盈利能力较弱。

表9 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	7.45	12.10
营业利润	0.06	8.06
营业外收入	2.37	2.53
利润总额	2.42	3.71
营业利润率	17.89	33.35
总资本收益率	1.56	2.52
净资产收益率	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—3月，公司营业收入为3.33亿元，实现利润总额0.37亿元，利润主要来自政府补贴和土地出让；2019年1—3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38.58%，较上年有所提高。

总体看，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。

5. 现金流

从经营活动来看，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。公司现金收入比大幅下降至37.68%，主要系本年实现土地出让且收到回款较少所致，收入实现质量差。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。受经营现金流入规模大幅增加影响，公司经营活动净现金流量上升至777.34万元。

投资活动方面，2018年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为购买理财产品和投资性房地产支付的现金。2018年，公司投资活动净现金流为-2.11亿元。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流入为36.54亿元，融资渠道多样，最主要的为发行债券。同期，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。2018年，公司筹资活动现金净流入1.73亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-0.34亿元，公司投资活动现金流规模很小，筹资活动现金流净流量7.63亿元。

总体看，跟踪期内公司收现质量有所下降；公司收到资金往来款大幅增长，经营性现金流净额由负转正；基建和棚改项目未来投资规模大，公司仍然存在较大外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底公司流动比率同比上升101.00个百分点至973.50%，速动比率同比下降4.61个百分点至248.00%。2019年3月底，上述指标分别为1020.41%和280.72%。2018年公司经营现金流动负债比为0.31%，对流动负债基本无保障能力。考虑到公司流动资产中存货和其他应收款占比较大，公

司实际短期偿债能力弱于指标计算值。2019年3月底，公司现金类资产为26.43亿元，为短期债务的2.12倍。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为5.90亿元，同比增长41.51%，全部债务/EBITDA为16.01倍，较上年有所下降。公司长期偿债指标较弱。

截至2019年3月底，公司在各家金融机构获得授信合计为134.19亿元，尚未使用额度为31.49亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保余额为6.48亿元，担保比率为4.72%，被担保方主要为政府平台。公司对外担保比率较小，或有负债风险较小。

表11 截至2019年3月底公司对外担保情况
(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	4.25	2015.12—2020.12	抵押担保
永州市零陵交通建设投资有限责任公司	华融湘江银行永州分行	2.23	2017.01—2022.01	保证担保
合计		6.48		

资料来源：公司提供

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。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产规模为193.81亿元，同比增长4.14%。其中，流动资产为169.03亿元，非流动资产24.78亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。非流动资产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，同比增长2.88%。其中，实收资本占15.21%、资本公积占69.99%，未分配利润占13.32%。母公司所有者权益稳定性强。

2018年底，母公司负债规模同比上升6.90%至62.31亿元，主要由其他应付款、应付债券和

长期应付款构成。母公司2018年底资产负债率为32.15%，整体债务负担一般。

2018年，母公司营业收入7.65亿元。营业成本为4.54亿元。同期母公司营业利润率为40.62%。母公司利润总额3.68亿元，同比增加1.26亿元。

十、存续期债券偿债能力分析

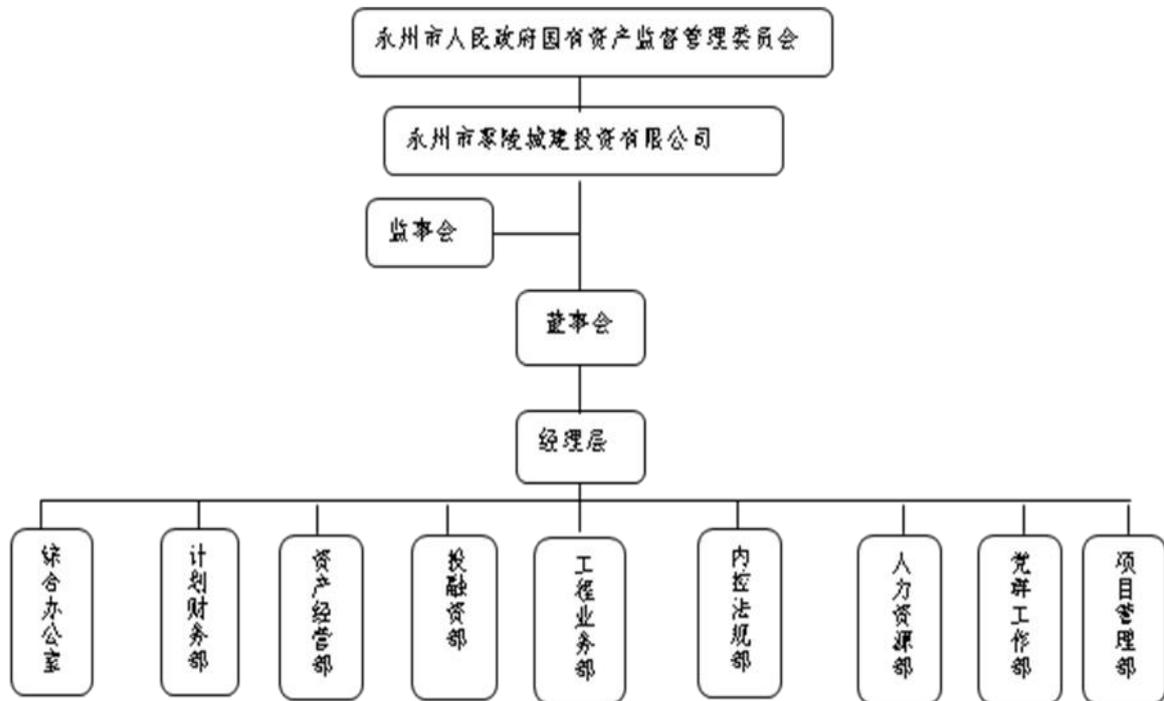
截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信评级的债券为“17零陵城建MTN001”和“18零陵城建MTN001”，债券余额合计10亿元。

2018年，公司EBITDA和经营活动现金流入量为5.90亿元和29.96亿元，分别为“17零陵城建MTN001”和“18零陵城建MTN001”合计余额的0.59倍和3.00倍。公司2018年经营活动现金流入量对17零陵城建MTN001”和“18零陵城建MTN001”覆盖能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17零陵城建MTN001”和“18零陵城建MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司全称	注册地址	主要业务或经营范围	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	永州市香零山路桥开发有限公司	永州	建设香零山道路网工程、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	永州	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	永州	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	永州	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	永州	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	永州	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责任公司	永州	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	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	永州	自来水、自来水管安装、改造，水暖器材。	1309.00	100.00
10	永州市国道三二二零陵段改线工程建设开发有限公司	永州	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	永州	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	永州	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设投资有限公司	永州	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	永州	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	永州	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	永州	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

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)	12.00	19.43	19.13	26.43
资产总额(亿元)	182.47	228.34	243.65	253.46
所有者权益(亿元)	124.40	133.15	136.86	137.23
短期债务(亿元)	15.89	15.80	12.48	12.48
长期债务(亿元)	35.35	69.08	81.93	91.62
全部债务(亿元)	51.24	84.88	94.41	104.10
营业收入(亿元)	5.93	7.45	12.10	3.33
利润总额(亿元)	2.22	2.42	3.71	0.37
EBITDA(亿元)	2.94	3.42	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	-1.92	-29.21	0.08	-0.34
财务指标				
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	108.45
营业利润率(%)	19.00	17.89	33.35	38.58
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	40.03
全部债务资本化比率(%)	29.17	38.93	40.82	43.14
资产负债率(%)	31.83	41.69	43.83	45.86
流动比率(%)	800.76	872.50	973.50	1,020.41
速动比率(%)	172.46	252.61	248.00	280.72
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 年一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 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	
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