

信用等级公告

联合[2018] 1207 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市滨江新区投资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，确定维持衡阳市滨江新区投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十二日



衡阳市滨江新区投资有限公司

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
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	15.30 亿元	2024/7/27	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	5.32	17.47	36.36
资产总额(亿元)	87.15	129.07	174.08
所有者权益(亿元)	46.60	53.98	57.77
短期债务(亿元)	4.24	6.63	21.40
长期债务(亿元)	24.82	45.37	68.99
全部债务(亿元)	29.06	52.00	90.39
营业收入(亿元)	6.80	7.32	7.58
利润总额(亿元)	2.52	2.56	2.56
EBITDA(亿元)	2.52	2.83	2.84
经营性净现金流(亿元)	-20.37	-14.41	-18.83
营业利润率(%)	16.12	16.63	15.91
净资产收益率(%)	5.40	4.74	4.43
资产负债率(%)	46.53	58.18	66.81
全部债务资本化比率(%)	38.41	49.07	61.01
流动比率(%)	597.03	682.37	525.21
经营现金流流动负债比(%)	-139.58	-77.37	-56.95
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	18.39	31.86

分析师

竺文彬 黄海伦 申晓波

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，衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“公司”）作为衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设主体，主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地开发整理业务，业务上具有区域专营性。同时，联合资信也关注到公司自身盈利能力偏弱、债务规模快速增长以及经营活动现金持续净流出等因素对公司经营及信用水平带来的不利因素。随着衡阳市滨江新区逐步建设发展，公司城市基础设施建设及土地整理业务持续推进，收入水平有望增长。

“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”设置了分期偿还本金安排，同时中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，有效提升了“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司作为衡阳市重要的基础设施建设主体，继续获得股东资本注入及财政补贴支持。
- 中合中小对“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

- 跟踪期内，公司债务规模快速增长；公司未来投资规模大，面临较大的对外融资压力，随着业务推进，公司债务规模将持续上升。

2. 公司资产中存货占比大，且存货以流动性较弱的开发成本和土地使用权为主，存货中土地资产抵押比例较高，整体资产质量一般。

声 明

一、本报告引用的资料主要由衡阳市滨江新区投资有限公司（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。

衡阳市滨江新区投资有限公司

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关于衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2017年8月，公司股东衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）与股东国开发展湖南“两型”元佑基金企业（有限合伙）（以下简称“元佑基金”）签署《关于衡阳市滨江新区投资有限公司之股权转让协议》，衡阳市国资委受让元佑基金所持公司股权，并支付股权转让价款1.47亿元，元佑基金退出。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，衡阳市国资委成为公司唯一股东。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设综合部、财务融资部、企业策划招商部等11个职能部门，拥有4家全资子公司。

截至2017年底，公司资产总额174.08亿元，所有者权益57.77亿元；2017年，公司实现营业收入7.58亿元，利润总额2.56亿元。

公司注册地址：衡阳市珠晖区湘江东路95号；法定代表人：肖斌。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月8日，联合资信所评“17衡滨江/17衡阳滨江债”尚未开始偿付债券本息。

截至2018年6月8日，“17衡滨江/17衡阳滨江债”募集资金已使用12.65亿元（其中6.93亿元已用于项目建设，5.72亿元已补充流动资

金）。

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
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	15.30	15.30	2017/7/27	7 年

资料来源：联合资信整理

截至2018年6月8日，“17衡滨江/17衡阳滨江债”募投项目滨江新区东山棚户区改造项目及滨江新区粤新棚户区改造项目累计完成投资10.23亿元，占项目总投资61.35%；滨江新区东山棚户区改造项目主体已完工，正在进行绿化施工，滨江新区粤新棚户区改造项目主体基本完工。根据募投项目可行性研究报告，募投项目将于2020年开始产生收入，跟踪期内，募投项目未产生收入。

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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建

设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施

差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基

调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设主体，主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地开发整理业务，业务上具有区域专营性。衡阳市及滨江新区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

衡阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长。

根据《衡阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，衡阳市实现生产总值 3132.48 亿元，同比增长 8.5%，增速较上年上升 0.6 个百分点。其中第一产业增加值 441.38 亿元、第二产业增加值 1211.13 亿元、第三产业增加值 1479.97 亿元，分别增长 3.5%、6.2% 和 12.5%。三次产业对经济增长的贡献率依次为 6.0%、31.0% 和 63.0%；三次产业结构为 14.1：38.7：47.2，第三产业比重比上年提高 3.8 个百分点。

2017 年，衡阳市实现固定资产投资（不含农户）2615.85 亿元，同比增长 14.6%。其中工业投资 934.80 亿元，同比增长 14.9%；基础设施投资 654.39 亿元，增长 11.8%。实现工业增加值 1024.32 亿元，同比增长 0.57%。

衡阳市滨江新区目前仍处于开发建设阶段，未来衡阳市滨江新区基础设施将进一步完善，招商引资工作持续推进，地区经济发展具有一定潜力。

跟踪期内，根据衡阳市城乡规划委员会于2017年12月27日出具的衡规委【2017】79号文件，衡阳市滨江新区规划总面积由12.8平方公里调整为16.28平方公里。衡阳市滨江新区总用地面积约24420亩，可开发用地约10900亩，规划范围北至衡大高速，东至东三环，南至京广铁路。滨江新区拟打造为集旅游、文化、休闲、运动、养生、商贸为一体的“南岳衡山国家级旅游度假区”。

2017年底，衡阳市滨江新区已启动一期8.8平方公里区域建设，共规划23条主次干道、2座跨水大桥（不含湘江过江隧道）、5个安置房，1个大型生态公园和1个湿地公园，项目总投资约130亿元。目前，新区东水以北路网已成规模，风光带完成土方施工，安置房累计开工40栋，封顶38栋，公园项目也在建设之中。

总体看，跟踪期内，衡阳市滨江新区基础设施项目持续推进，衡阳市经济持续增长，为公司创造了比较有利的区域经济环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东元佑基金退出，目前公司由衡阳市国资委100%控股。

2. 人员素质

跟踪期内，公司职能定位无重大调整；公司高管人员和员工队伍基本保持稳定。

截至2018年3月底，公司高级管理人员包括总经理1名、副总经理8名。

3. 外部支持

跟踪期内，衡阳市财政收入质量及平衡能力均一般。衡阳市财政局继续给予公司资本注

入及财政补贴支持。

(1) 股东支持能力

根据《关于衡阳市2017年全市及市本级预算执行情况与2018年全市及市本级预算草案的报告》，2017年，衡阳市全市一般公共预算收入162.41亿元，同比下降20.65%，主要系非税收入中国有资源有偿使用收入和其他收入下降所致。其中税收收入占55.87%，较上年上升12.92个百分点。全市一般公共预算支出564.82亿元，同比增长4.33%。2017年，衡阳市财政自给率44.62%，较2016年下降6.73个百分点。2017年全市政府性基金预算收入202.78亿元，同比增长19.77%；全市政府性基金预算支出146.01亿元，同比增长0.27%。

2017年底，衡阳市全市政府性债务余额510.21亿元，其中政府债务450.91亿元，或有债务59.30亿元，同时考虑到平台公司等其他单位债务1179.96亿元，衡阳市政府实际债务水平较高。

整体看，衡阳市一般公共预算收入中税收收入占比小，质量有待提升，财政自给率较低，财政平衡仍主要依靠上级补助收入；综合财力对以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入依赖较高。

(2) 外部支持

2017年，公司收到衡阳市财政局基础设施建设补助资金1.65亿元；收到衡阳市财政局2.00亿元财政拨款。

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《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1043040500263710I），截至2018年5月29日，公司无已结清和未结清的不良及关注信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2018年6月9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，公司股东元佑基金退出，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化及调整。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司继续作为衡阳市滨江新区基础设施建设及土地整理的唯一主体，营业收入保持稳定，收入构成未发生明显变化，收入实现质量保持良好。

2017年，公司实现营业收入7.58亿元，同比增长3.58%。其中土地整理和基础设施建设收入分别为3.24亿元和4.34亿元，分别占42.70%和57.30%；2017年，上述业务共实现回款7.60亿元。毛利率方面，根据公司与衡阳市人民政府、衡阳市财政局、国土局签订的20%成本加成协议，2017年公司各板块毛利率基本未发生变化，基础设施建设毛利略有下降主要系营改增后公司缴纳3.00%的增值税所致。

表3 2016~2017年公司营业收入变动情况
(单位:亿元、%)

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	3.50	47.80	16.67	3.24	42.70	16.67
基础设施建设	3.82	52.20	16.67	4.34	57.30	16.26
合计	7.32	100.00	16.67	7.58	100.00	16.43

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

(1) 土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理业务进展顺利，在整理土地项目剩余投资规模较大，公司业务可持续性较强，但同时面临较大的投资支出。

公司对衡阳市滨江新区范围内的土地进行一级开发，根据公司与衡阳市财政局、国土局签订的《合作开发土地协议》，公司在完成土地整理之后，衡阳市财政局将按照成本加成20%比例向公司支付费用。

2017年，公司继续投资推进滨江新区土地整理项目，完成投资31.21亿元，实现收入3.24亿元。公司2017年土地整理板块毛利率无变化，仍为16.67%。

表4 截至2017年底公司在整理土地项目情况 (单位:亿元)

项目名称	项目进度	项目周期	建设模式	是否签订协议	总投资	截至2017年底已投资	拟投资额		
							2018年	2019年	2020年
滨江新区土地整理项目	部分土地处于平整阶段	长期	委托代建	否	150.00	51.53	12.00	15.00	16.00

资料来源：公司提供

(2) 基础设施建设业务

公司负责衡阳市滨江新区范围内城市基础设施项目建设，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模较大。

根据公司与衡阳市人民政府签订的《滨江新区基础设施建设协议书》，公司负责项目投资建设，根据每年确认的投资额，衡阳市财政局按照20%加成比例向公司支付工程款。

2017年，公司主要投资承建了滨江新区东山棚户户区及滨江新区粤新棚户户区改造项目（“17衡滨江/17衡阳滨江债”募投项目）、酃湖公园及周边市政道路及耒水以北基础设施等项目，完成投资18.35亿元，实现收入4.34亿元。公司2017年基础设施建设业务毛利率基本无变化，为16.26%。

表 5 截至 2017 年底公司基础设施建设业务在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目进度	项目周期	总投资	已投资	拟投资额		
						2018 年	2019 年	2020 年
1	未水以南基础设施项目	尚在建设中	2014-2019	10.00	1.95	4.00	4.05	0.00
2	未水以北基础设施项目	尚在建设中	2014-2019	55.00	20.26	10.00	10.00	10.00
3	酃湖公园及周边市政道路	尚在建设中	2015-2019	24.00	8.97	7.51	7.51	0.00
4	滨江新区东山棚户区改造项目	主体已完工 正在进行扫尾工作	2016-2018	12.64	7.82	4.82	0.00	0.00
5	滨江新区粤新棚户区改造项目	主体已完工 正在进行扫尾工作	2016-2018	4.04	1.65	2.00	0.39	0.00
合计	--	--	--	105.68	40.65	28.33	21.95	10.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来仍将以土地整理和基础设施代建为主，业务的持续性较好；现有在建及拟建项目未来投资额依然较大，存在较大的对外融资需求。

公司未来拟建项目主要包括茶山安置房

及皮划艇赛艇基地，预计总投资 36.40 亿元；同时考虑在建土地整理及基础设施建设项目尚需投资 199.90 亿元，项目均需垫资建设且建设周期较长，公司未来存在较大的对外融资压力。

表 6 截至 2017 年底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

	项目名称	项目周期	总投资	资金筹措方案		拟投资额		
				贷款	自筹	2018 年	2019 年	2020 年
1	茶山安置房	2018~2022	11.20	8.96	2.24	--	4.00	4.00
2	皮划艇赛艇基地	2018	1.10	0.00	1.10	1.10	0.00	0.00
3	滨江新区污水处理厂	2018~2020	2.10	1.68	0.42	0.20	0.90	1.00
4	滨江新区自来水厂	2018~2020	2.00	1.60	0.40	0.03	0.97	1.00
5	滨江新区综合管廊	2018~2020	20.00	16.00	4.00	2.00	8.00	10.00
合计	--	--	36.40	28.24	8.16	3.33	13.87	16.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，华普天健会计师事务所（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的审计结论。

2017 年，公司合并范围新增一家并表子公司，系投资设立，截至 2017 年底，该子公司尚未实缴出资，新增子公司对公司财务数据可比性无影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持快速增长；

资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 174.08 亿元，同比增长 34.87%，主要系货币资金和存货增长所致。公司资产结构以流动资产为主（占 99.77%）。

表 7 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.47	13.54	36.36	20.89
存货	102.37	79.31	127.44	73.21
流动资产	127.13	98.49	173.68	99.77
非流动资产	1.94	1.51	0.39	0.23

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
资产总额	129.07	100.00	174.08	100.00

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司流动资产173.68亿元，主要由货币资金和存货构成，同比增长36.62%。公司货币资金36.36亿元，较上年底增加18.89亿元，主要系筹资取得资金增长所致，货币资金中9.90亿元银行存款因借款质押受限，受限比例27.22%；公司存货127.44亿元，同比增长24.50%，主要系公司土地整理和基建项目投入增长所致，公司存货中基础设施建设项目28.65亿元、土地整理开发成本24.30亿元、政府注入土地27.22亿元（土地性质见“资本公积”部分）及公司自购土地使用权47.12亿元，存货中用于银行借款抵押的资产账面价值33.29亿元，抵押比率26.12%，考虑到存货中除土地资产外可用于抵押的经营性资产很少，公司资产实际抵押比率较高。2017年底，公司非流动资产0.39亿元，较2016年减少1.55亿元，主要系其他应收款大幅下降所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。由于代建项目及土地整理投资规模持续扩大且依赖于外部融资，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担重；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司的债务水平将进一步上升。

2017年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。公司所有者权益上升7.03%至57.77亿元，系衡阳市财政局拨款2.00亿元导致资本公积增长及公司利润积累共同作用所致。公司所有者权益主要由实收资本（3.00亿元，占5.19%）、资本公积（46.31亿元、占80.16%）及未分配利润（7.51亿元、占13.00%）构成。其中实收资本全部系货币出资；资本公积由衡阳市财政局拨付款19.08亿元和政府拨入土地

27.22亿元构成，土地性质为出让，用途为城镇住宅、商服，其中40.60%已经抵押。整体看，公司所有者权益质量较好、稳定性一般。

2017年底，公司负债总额116.30亿元（其中非流动负债占71.57%），同比增长54.87%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券大幅增长所致。

表8 公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.21	2.94	4.56	3.92
应付账款	7.42	9.88	5.69	4.89
一年内到期的非流动负债	4.42	5.88	16.84	14.48
流动负债	18.63	24.81	33.07	28.43
长期借款	45.37	60.42	47.10	40.50
应付债券	--	--	21.89	18.82
长期应付款	9.29	12.37	12.39	10.65
非流动负债	56.47	75.19	83.23	71.57
负债合计	75.10	100.00	116.30	100.00

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司流动负债33.07亿元，同比增长77.75%；公司短期借款4.56亿元，同比增长106.33%，主要系质押借款大幅增长所致；应付账款5.69亿元，同比下降23.34%，主要系应付工程款减少所致，公司应付账款账龄全部在2年以内；一年内到期的非流动负债16.84亿元，较上年末增长12.42亿元，主要系一年内到期的保证、质押借款增长所致。

2017年底，公司非流动负债83.23亿元，同比增长47.41%。公司长期借款47.10亿元，主要由抵质押借款构成，同比增长3.81%；公司应付债券21.89亿元，全部由2017年发行的企业债“17衡滨江/17衡阳滨江债”（15.30亿元）及2017年度第一期债权融资计划（7.00亿元）构成；公司长期应付款12.39亿元，全部由应付地方政府债券（实质为公司债务纳入一类政府债务置换后，公司对政府的欠款）构成。

若将公司长期应付款中有息债务计入长期债务，2017年底，公司调整后全部债务

102.78 亿元(其中调整后长期债务占 79.18%), 同比快速增长 67.69%。受公司一年内到期的非流动负债及应付债券规模快速增长影响, 2017 年底, 公司资产负债率、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均快速上升, 分别为 66.81%、64.02% 和 58.48%。公司债务负担重。

3. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入及营业利润率保持稳定; 由于资产及资本规模快速增长, 公司盈利能力略有下降, 利润总额对财政补贴依赖较大。

2017 年, 公司实现营业收入 7.58 亿元, 同比增长 3.63%; 同期, 公司营业成本同步增长, 涨幅 3.92%。营业利润率 15.91%, 同比下降 0.72 个百分点, 基本保持稳定。

表 9 2016~2017 年公司收入及利润情况

(单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年
营业收入	7.32	7.58
营业成本	6.10	6.34
营业利润	0.86	2.57
其他收益	0.00	1.65
营业外收入	1.70	0.00
利润总额	2.56	2.56

资料来源: 公司审计报告

公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2017 年期间费用 0.32 亿元, 同比增长下降 9.66%, 主要系闲置货币资金收取利息收入及资本化利息大幅增长导致财务费用下降所致。2017 年, 公司期间费用率 4.24%, 较 2016 年下降 0.62 个百分点。

2017 年, 公司其他收益 1.65 亿元, 绝大部分为政府补助, 是公司利润的重要补充, 公司利润总额 2.56 亿元。

从盈利指标看, 2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 1.76% 和

4.43%, 较上年下降 0.69 和 0.31 个百分点, 公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内, 公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出, 经营活动表现为大额净流出。为平衡代建项目投资资金需求, 公司筹资活动产生的现金流入规模明显扩大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017 年, 公司经营活动现金流入 12.28 亿元, 同比下降 63.26%, 主要系收到往来款大幅下降所致; 同期, 由于公司基建、土地整理项目持续投入, 经营活动现金流出 31.11 亿元, 较上年下降 34.96%。2017 年公司经营活动现金现金流量净额 -18.83 亿元。公司现金收入比 100.28%, 保持较高水平。

同 2016 年相同, 2017 年, 公司投资活动较少, 投资活动现金流量净额 0.97 亿元。

2017 年, 公司筹资力度明显加大, 通过发行债券和银行借款共筹得 45.12 亿元; 另外收到其他与筹资活动有关的现金 8.09 亿元, 主要为地方政府债券置换资金流入、固定资产贷款解除保证金及货币资金质押解除流入资金及衡阳市财政局注资款。公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息 12.61 亿元; 此外支付其他与筹资活动有关的现金 7.33 亿元, 主要为支付股东元佑基金退出款、发行债券承销费及剔除新增的受限货币资金。公司筹资活动现金净流入 33.26 亿元。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模, 公司现金类资产较充裕, 公司短期债务支付能力较好; 由于近几年公司有息债务规模较快增长, 长期偿债能力有所下滑, 但考虑到股东对公司的支持力度较大, 且间接融资渠道畅通, 公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为525.21%和139.83%，分别有所下降和上升。剔除受限资金后的现金类资产26.46亿元，为短期债务的1.24倍，公司短期偿债能力尚可。

2017年，公司EBITDA为2.84亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA上升至36.23倍。

截至2017年底，公司获得银行授信总额103.26亿元，未使用额度31.67亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额10.00亿元，担保比率为17.31%，系对衡阳市城市建设投资有限公司担保，该公司目前经营正常，

公司或有负债风险较低。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额22.30亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

2017年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为12.28亿元和2.84亿元，为待偿本金峰值9.06亿元（2021年需分别对付“17衡滨江/17衡阳滨江债”3.06亿元、“2017年度第一期债权融资计划”6.00亿元）的1.36倍和0.31倍。

表10 截至报告出具日公司存续期债券2018~2022年到期兑付时间统计（单位：年、亿元）

债券简称	期限	发行金额	尚需偿付本金	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
17衡滨江/17衡阳滨江债	7	15.30	15.30	0.00	0.00	3.06	3.06	3.06
2017年度第一期债权融资计划	5	7.00	7.00	0.00	0.20	0.20	0.60	6.00
合计	--	22.30	22.30	0.00	0.20	3.26	3.66	9.06

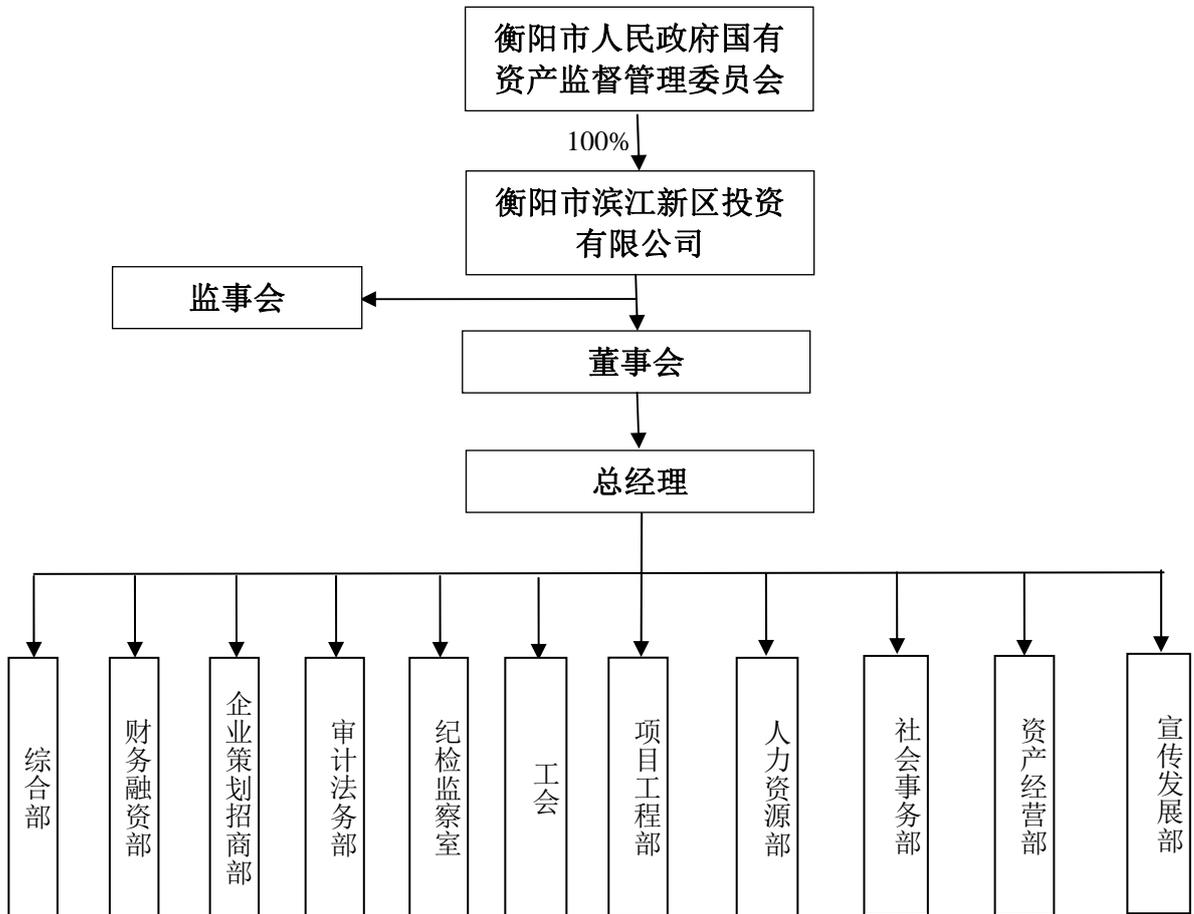
资料来源：联合资信根据公开信息整理

此外，“17衡滨江/17衡阳滨江债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2018年5月31日出具的中合中小主体评级报告，中合中小主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“17衡滨江/17衡阳滨江债”本息偿还的安全性。

十、结论

联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17衡滨江/17衡阳滨江债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.32	17.47	36.36
资产总额(亿元)	87.15	129.07	174.08
所有者权益(亿元)	46.60	53.98	57.77
短期债务(亿元)	4.24	6.63	21.40
长期债务(亿元)	24.82	45.37	68.99
全部债务(亿元)	29.06	52.00	90.39
调整后全部债务(亿元)	30.17	61.29	102.78
营业收入(亿元)	6.80	7.32	7.58
利润总额(亿元)	2.52	2.56	2.56
EBITDA(亿元)	2.52	2.83	2.84
经营性净现金流(亿元)	-20.37	-14.41	-18.83
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.12	0.07	0.06
总资产周转次数(次)	0.10	0.07	0.05
现金收入比(%)	100.00	100.25	100.28
营业利润率(%)	16.12	16.63	15.91
总资本收益率(%)	3.33	2.67	1.91
调整后总资本收益率(%)	3.28	2.45	1.76
净资产收益率(%)	5.40	4.74	4.43
长期债务资本化比率(%)	34.75	45.67	54.42
调整后长期债务资本化比率(%)	35.75	50.31	58.48
全部债务资本化比率(%)	38.41	49.07	61.01
调整后全部债务资本化比率(%)	39.30	53.17	64.02
资产负债率(%)	46.53	58.18	66.81
流动比率(%)	597.03	682.37	525.21
速动比率(%)	125.16	132.92	139.83
经营现金流动负债比(%)	-139.58	-77.37	-56.95
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	18.39	31.86
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.97	21.67	36.23

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 3 中合中小企业融资担保股份有限公司
主体长期信用评级报告

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。