信用等级公告

联合〔2019〕2032号

联合资信评估有限公司通过对怀化市交通建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持怀化市交通建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，“17怀化交投MTN001”和“17怀化交投MTN002”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

怀化市交通建设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 怀化交投 MTN001	4.00 亿元	2022-07-05	AA	AA
17 怀化交投 MTN002	4.00 亿元	2022-07-24	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 7 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.77	25.44	4.24	10.11
资产总额(亿元)	103.08	126.24	130.95	137.58
所有者权益(亿元)	40.01	41.56	42.65	42.49
短期债务(亿元)	1.31	1.90	5.30	6.00
长期债务(亿元)	46.43	64.72	59.70	64.96
全部债务(亿元)	47.74	66.63	64.99	70.96
营业收入(亿元)	8.87	10.53	20.19	0.74
利润总额(亿元)	1.82	1.40	1.29	-0.16
EBITDA(亿元)	2.76	2.69	2.16	--
经营性净现金流(亿元)	0.41	0.19	0.11	-1.06
营业利润率(%)	13.08	12.87	7.89	32.42
净资产收益率(%)	4.49	3.43	3.25	--
资产负债率(%)	61.19	67.08	67.43	69.12
全部债务资本化比率(%)	54.41	61.58	60.38	62.55
流动比率(%)	544.40	535.20	388.57	395.02
经营现金流动负债比(%)	2.54	0.99	0.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.30	24.74	30.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	0.80	0.44	--

注：1. 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；2. 2019 年一季度财务报表未经审计

分析师：郝一哲　马 颖
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

怀化市交通建设投资有限公司（以下简称“公司”）是怀化市重要的基础设施建设主体。跟踪期内，怀化市经济稳步增长，财政实力不断增强，公司外部环境良好；公司获得怀化市政府财政补贴以及专项资金支持，收入规模大幅增长。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存在不确定性、财政补贴对公司利润影响大、在建及拟建项目资本支出规模大、债务负担较重等因素对其整体信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对联合资信所评公司存续债券余额的覆盖程度尚可。

随着公司基础设施代建项目的逐步推进以及自营物流产业园建设的不断开展，公司收入来源有望多元化。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 怀化交投 MTN001”和“17 怀化交投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，怀化市经济总量稳步增长，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为怀化市重要的基础设施建设主体，跟踪期内在财政补贴以及专项资金方面获得怀化市政府支持。

关注

1. 公司土地整理业务易受怀化市土地开发计划等因素影响存在一定的不确定性。
2. 公司在建及拟建基础设施建设项目以及自营物流产业园区项目未来尚需资本支出规模大，存在较大的对外融资压力；自营物流产业园区未来收益实现存在不确定性。
3. 跟踪期内，财政补贴对公司利润影响大，公

司整体盈利能力一般。

4. 跟踪期内，公司代建回款少，收入实现质量变差。
5. 跟踪期内，公司债务负担仍较重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由怀化市交通建设投资有限公司（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。

怀化市交通建设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”）关于怀化市交通建设投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关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，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，唯一股东为怀化市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“怀化市国资委”），实际控制人为怀化市人民政府。

截至 2018 年底，公司资产总额 130.95 亿元，所有者权益 42.65 亿元（含少数股东权益 0.31 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 20.19 亿元，利润总额 1.29 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 137.58 亿元，所有者权益 42.49 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，利润总额-0.16 亿元。

公司注册地址：怀化市鹤城区湖天南路 328 号；法定代表人：罗本锋。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17怀化交投MTN001”及“17怀化交投MTN002”，债券余额合计8.00亿元。跟踪期内公司已按时足额支付上述存续债券利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
17 怀化交投 MTN001	4.00	2017-07-05	5	5.95
17 怀化交投 MTN002	4.00	2017-07-24	5	5.79
合计	8.00	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“17怀化交投MTN001”及“17怀化交投MTN002”募集资金均用于归还企业债券本息及部分银行贷款。截至2019年4月底，募集资金已按计划使用完毕。

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. 城市基础设施建设行业

（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. 区域经济概况

公司是怀化市重要的基础设施建设主体，主要负责怀化市交通类基础设施建设、公共交通客运业务、土地开发业务等，其经营范围、投资方向直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

怀化市位于湖南省西部偏南，是湖南省面积最大的地级市，全市辖 13 个县（市、区）。怀化市位于湘、鄂、渝、黔、桂五省周边中心，范围辐射 44 个县、9 万平方公里、1500 万人口的区域，处于贵阳－重庆－宜昌－长沙－桂林等城市圆环的中心位置，是我国东中部地区通往大西南的“桥头堡”。怀化市交通便利，为全国 72 个铁路交通枢纽城市之一；芷江机场已开通至多个地区的航线；水运体系通江达海，西进东出、北上南下十分便捷。

根据《怀化市 2018 年国民经济与社会发展统计公报》，初步核算，2018 年怀化市实现地区生产总值（GDP）1513.27 亿元，比上年增长 8.1%；人均 GDP 达 30449 元，增长 7.5%。三次产业结构由上年的 13.9：35.8：50.3 调整为 12.5：30.5：57.0。

2018 年，怀化市固定投资保持较快增长。怀化市施工项目 1319 个，其中 2018 年新开工 586 个，2018 年投产 814 个。2018 年怀化市固定资产投资（不含跨区投资）增长 11.4%，比湖南省增速高 1.4 个百分点。

2018 年，怀化市交通基础设施不断完善。怀邵衡铁路、怀芷高速建成通车，年底公路通车里程 2.07 万公里，其中高速公路 701 公里，较上年新增 16 公里。2018 年底，怀化市民用汽车保有量 37.22 万辆，同比增加 5.25 万辆。2018 年，怀化市货物运输周转量（不含铁路）108.44 亿吨公里，增长 9.0%；客运周转量（不含铁路）39.98 亿人公里，增长 4.9%。

根据怀化市财政局提供的资料，2018 年怀化市实现一般公共预算收入 89.72 亿元，同比增长 10.62%，其中税收收入为 62.99 亿元，同比增长 21.32%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 70.21%。2018 年，怀化市政府性基金收入为 76.21 亿元，同比增长 78.06%；上级补助收入 310.89 亿元（主要为一般性转移支付收入），同比增长 5.67%。根据《怀化市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案报告》，2018 年怀化市一般公共预算支出预计完成 445.39 亿元，增长 8.62%。

跟踪期内，怀化市经济规模稳步增长，财政实力不断增强，公司作为怀化市重要的交通基础设施建设主体，外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司作为怀化市重要的基础设施建设主体，主要负责怀化市交通类基础设施建设、公共交通客运业务、土地开发业务等，跟踪期内在财政补贴以及专项资金方面获得怀化市政府的支持。

2018年，公司获得与资产相关的政府补助0.73亿元，主要是怀化市政府对高铁枢纽站等项目进行的补贴，计入“递延收益”科目。同期，公司获得与收益相关的政府补助1.68亿元，主要为承担政府项目基础设施补贴资金等，计入“其他收益”科目。2019年3月，公司获得怀化市政府专项资金0.99亿元，计入“其他应付款”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10431202000689800），截止2019年4月8日，公司本部无未结清的关注类或不良类信贷信息记录，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，根据怀化市政府文件（怀政人〔2019〕3 号），怀化市政府任命罗本锋同志为公司董事长。

公司董事长罗本锋先生，1966 年出生，本科学历，历任怀化地区计委人事科干部、计委社会发展科科员、怀化地区重点项目办公室副主任、副处级干部，怀化市发展计委前期工作办公室主任、通道县委常委宣传部部长、怀化市交通局党组成员副局长、怀化市公路管理局党组书记兼局长等职务，2019 年 2 月至今任公司董事长。

除此之外，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是怀化市重要的基础设施建设主体，主要负责怀化市交通类基础设施建设、公共交通客运业务、土地开发业务等。跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于基础设施代建业务和运输服务。2018年，公司实现营业收入20.19亿元，同比增长91.65%，主要来自工程代建收入的增长。其中，公司工程代建业务收入为17.61亿元，同比增长121.31%，主要系高铁南站广场确认收入所致；运输服务收入1.93亿元，同比下降22.98%，主要系客运量下降所致；其他业务收入0.64亿元，同比大幅增长，主要系

新增销售装饰配件收入及广告收入，同时租赁收入快速增长。

从毛利率看，2018年公司毛利率为8.50%，同比下降5.48个百分点，主要系工程代建及运输服务毛利率均有所下降以及毛利率较低的工程代建收入占比上升。其中，工程代建业务毛利率为4.76%，同比有所下降；运输服务毛利率同比下降16.96个百分点至22.31%，主要系运输服务收入下降所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入0.74亿元，相当于2018年全年的3.67%，主要为运输服务收入；同期公司毛利率为32.99%。

表 3　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
工程代建	7.96	75.57	5.81	17.61	87.26	4.76	--	--	--
运输服务	2.50	23.77	39.27	1.93	9.55	22.31	0.66	89.68	33.96
其他业务	0.07	0.66	39.05	0.64	3.18	69.48	0.08	10.32	24.52
合计	**10.53**	**100.00**	**13.98**	**20.19**	**100.00**	**8.50**	**0.74**	**100.00**	**32.99**

资料来源：公司提供

注：公司其他业务包括停车费、租赁、广告、销售装饰配件等业务

整体看，跟踪期内，受工程代建收入规模扩大影响，公司营业收入大幅增长；同期，受毛利率较低的工程代建业务收入占比提高影响，公司整体业务毛利率有所下降。

2. 业务经营分析

（1）工程代建

公司基础设施建设业务主要由公司本部以及子公司怀化市鹤城区城市建设投资有限公司（以下简称“鹤城城投”）承担。根据公司本部及子公司鹤城城投与怀化市人民政府或怀化市财政局签订的《委托承建及回购合同》，代建项目建设资金由公司自行筹措，怀化市人民政府或怀化市财政局按认可工程量的建设成本加成5%~10%（工程管理费）进行回购。公司部分项目回购款由怀化市财政局按照工程进度支付，部分项目回购款由怀化市财政局在与公司约定期限内一次性或分批付款。

2018年，公司本部对高铁南站广场项目确认收入13.90亿元；子公司鹤城城投对怀化市卢林南路道路工程等项目合计确认收入3.71亿元。2018年，公司工程代建业务回款4.20亿元。

表4　2018年公司工程代建收入构成（单位：万元）

代建单位	代建项目	收入确认金额
公司本部	高铁南站广场	138980.73
鹤城城投	中坡学校	1459.49
	迎丰路改造	22.59
	怀化市迎宾路提质改造工程（绿城攻坚）	74.25
	怀化市鹤城区城东一号安置片区	35.41
	西部汽贸城（永通汽车城）	1149.87
	太平溪改造	8615.63
	城东1号安置区	5513.83
	卢林路、四方路	6315.86
	云箭集团搬迁	2485.90
	城东卢林路、金海路亮化工程	700.73
	怀化市舞水路、芷江路、怀东路综合提质改造工程	4243.34
	怀化市卢林南路道路工程	6339.61
	怀化市云箭二路（云箭三路至规划路段）道路工程项目	205.83
合计		**176143.07**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建及拟建基础设施建设项目预计总投资18.86亿元，已完成投资3.10亿元，未来仍需投资15.76亿元。公司在建及拟建工程代建项目未来投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表 5　截至 2018 年底公司主要在建及拟建基础设施建设项目情况表（单位：万元）

序号	项目名称	建设期间	计划总投资	已投资	未来尚需投资

1	沪昆高铁怀化南站站前广场安置片区综合开发（含岩头棚户区改造）建设工程	2014—2018	49900.00	15000.00	34900.00
2	二环路改造二期工程	2016—2018	45000.00	0.00	45000.00
3	游客集散中心项目	2015—2018	28800.00	2000.00	26800.00
4	怀化市迎丰组团 10#村民安置区	2016—2018	64891.00	14000.00	50891.00
合计			**188591.00**	**31000.00**	**157591.00**

资料来源：公司提供

注：公司代建项目投入计入“存货”科目，但上表中不包含公司存货中已完工尚未结算的项目

（2）运输服务

公司承担了怀化市内公共交通及中长途公路客运服务的重要职能，主要由子公司湖南怀化公路运输集团有限责任公司（以下简称“怀化公运公司”）负责，该公司拥有中国道路运输协会认证的道路旅客运输企业一级资质。

随着怀化市民用汽车保有量的增长且高铁的建成运营，怀化公运公司客运量由2017年的1197万人下降至2018年的789万人。受客运量下降影响，2018年怀化公运公司运输服务收入同比下降22.98%至1.93亿元。

截至2019年3月底，怀化公运公司共经营客运汽车站17个，拥有客运车辆2700多台，运营线路481条，其中跨省线路380条、市内线路101条。

总体看，跟踪期内，公司运输服务板块客运量和营业收入均出现下降。

（3）土地综合开发

公司土地综合开发业务由公司本部承担，公司与怀化市人民政府签订土地整理协议，土地整理所需的各项费用和投资主要由公司承担，待土地挂牌出让后，怀化市人民政府将土地出让金扣除相关留存部分后，按一定比例返还给公司，公司将收到的金额确认为土地综合开发收入。

跟踪期内，公司无挂牌转让土地，因此无土地整理收入。公司正在开发整理的土地包括鹤城区盈口乡炉天冲村项目等，总投资合计 7.92 亿元，截至 2018 年底已完成投资 1.50 亿元，上述土地计划于 2022 年实现出让。

表6　截至2018年底公司正在开发整理的土地情况（单位：亿元）

土地整理项目	总投资	已投资	计划出让年份
鹤城区盈口乡炉天冲村项目	6.49	0.80	2022年
鹤城区盈口乡炉天冲村和石门乡月塘村项目	1.43	0.70	2022年
合计	**7.92**	**1.50**	**--**

资料来源：公司提供

土地整理业务未来或将提升公司整体收入规模，但收入规模及实现时点易受怀化市土地开发计划、土地以及房地产市场波动等因素影响，存在一定不确定性。

（4）其他业务

公司其他业务包括停车费、租赁、广告、销售装饰配件等，2018年实现收入0.64亿元，同比大幅增长，主要系新增广告、销售装饰配件收入，同时租赁业务规模扩大。

（5）自营项目

截至 2018 年底，公司主要在建自营项目共 5 个，包括怀化现代物流产业园、怀化综合客运枢纽站工程等，计划总投资 55.91 亿元，未来尚需投资 54.38 亿元。

怀化现代物流产业园是国家多式联运示范工程的支撑项目之一，未来将规划建设综合办公中心、物流信息与交易中心、生活服务中心；公铁联运区、重型配送区、集装箱作业区、公共仓储区、城市配送区、电商快递区、国际物流区、商贸流通区等。项目总

投资 50.00 亿元，截至 2018 年底已完成投资 0.02 亿元，未来拟通过厂房租售方式实现资金回笼。怀化现代物流产业园投资规模大，未来收益实现存在不确定性。

表7　截至2018年底公司主要在建自营项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	已投资	未来尚需投资
1	怀化综合客运枢纽站工程	4.83	0.43	4.40
2	沅陵汽车南站	0.60	0.60	0.00
3	怀化汽车南站	0.38	0.38	0.00
4	怀化汽车东站	0.10	0.10	0.00
5	怀化现代物流产业园	50.00	0.02	49.98
合计		**55.91**	**1.53**	**54.38**

资料来源：公司提供

注：沅陵汽车南站、怀化汽车南站及怀化汽车东站项目均已完工，但尚未结算，因此仍在“在建工程”科目列示

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（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的审计结论。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 19 家。跟踪期内，公司新设立 1 家一级子公司。由于新设立子公司的资产及收入规模小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 130.95 亿元，所有者权益 42.65 亿元（含少数股东权益 0.31 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 20.19 亿元，利润总额 1.29 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 137.58 亿元，所有者权益 42.49 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，利润总额-0.16 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 130.95 亿元，同比增长 3.73%，其中流动资产占 82.28%，公司资产仍以流动资产为主。

表 7　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
流动资产	**104.82**	**83.03**	**107.75**	**82.28**	**114.64**	**83.32**
货币资金	25.44	20.15	4.24	3.24	10.11	7.34
存货	69.61	55.14	96.00	73.31	99.22	72.12
其他应收款	9.13	7.24	6.48	4.95	4.78	3.47
非流动资产	**21.42**	**16.97**	**23.20**	**17.72**	**22.94**	**16.68**
可供出售金融资产	0.00	0.00	3.44	2.62	3.44	2.50
长期应收款	0.00	0.00	10.15	7.75	10.15	7.38
固定资产	2.95	2.33	3.63	2.77	3.81	2.77
在建工程	17.13	13.57	4.83	3.69	4.39	3.19
资产总额	**126.24**	**100.00**	**130.95**	**100.00**	**137.58**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018 年底，公司流动资产 107.75 亿元，同比增长 2.80%。2018 年底，由于对外支付渝怀复线项目款项、股权投资支出以及偿还部分

有息债务，公司货币资金同比下降 83.33%至 4.24 亿元；主要系由银行存款构成，无使用受限资金。

2018 年底，公司其他应收款 6.48 亿元，同比下降 29.07%，主要系收回怀化市财政局的往来款；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 5.61 亿元中，1 年以内的占 34.81%、1~2 年的占 43.31%、2 年以上的占 21.88%，账龄一般；从集中度看，前五名欠款单位欠款合计 4.21 亿元，占其他应收款的 57.22%。公司其他应收款累计计提坏账准备 0.88 亿元。

2018 年底，公司存货 96.00 亿元，同比增长 37.91%，主要系代建项目投入带动工程施工增长以及高铁南站广场项目由在建工程转入存货所致。公司存货主要由开发成本（占 6.90%，主要为土地整理投入及安置房项目等）、工程施工（占 71.00%，主要为工程代建投入）和土地资产（占 21.87%，共 17 宗土地，性质为出让地，用途包括商住、住宅、商业及金融等）构成。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 23.20 亿元，同比增长 8.29%，主要系新增长期应收款和可供出售金融资产。

2018 年底，公司新增可供出售金融资产 3.44 亿元，系对怀化农村商业银行股份有限公司和怀化长银鹤发股权投资合伙企业（有限合伙）的股权投资。2018 年底，公司新增长期应收款 10.15 亿元，为渝怀复线项目[1]支出。

2018 年底，公司固定资产 3.63 亿元，同比增长 23.13%，主要系沅陵汽车南站等项目完工由在建工程转入固定资产所致。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（占 54.65%）和运输设备（占 42.03%）。

2018 年底，公司在建工程 4.83 亿元，同比下降 71.77%，主要系高铁南站广场项目结转至营业成本所致。公司在建工程主要为怀化综合客运枢纽站工程、沅陵汽车南站、怀化汽车南站等项目投入。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值 0.12 亿元，为固定资产中用于抵押借款的运输设备；另外，公司质押了未来应收鹤城区人民政府代建款项 5.58 亿元，借款余额为 2.10 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 137.58 亿元，较上年底增长 5.06%，主要来自货币资金和存货的增长。其中，货币资金较上年底增长 138.32%至 10.11 亿元，主要系发行债权融资计划所致；其他应收款较上年底下降 26.30%至 4.78 亿元，主要系收回部分往来款；存货较上年底增长 3.35%至 99.22 亿元，主要来自工程代建项目投入。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产以存货和长期应收款为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益为 42.65 亿元，同比增长 2.61%，增长主要来自未分配利润。公司所有者权益主要由实收资本（占 4.69%）、资本公积（占 64.26%）和未分配利润（占 27.43%）构成。

2018 年底，公司资本公积 27.40 亿元，同比下降 2.28%，系根据怀政函〔2016〕178 号文件，怀化市政府收回公司 1131-1 号土地和 1131-2 号土地纳入国有建设用地储备，公司相应减少资本公积 0.64 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 42.49 亿元，较上年底下降 0.36%。公司所有者权益结构较上年底变化不大。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比较高，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 88.31 亿元，同

[1] 渝怀铁路复线项目中怀化市负责投资 38 亿元，融资由公司负责，公司首期投资为 10.15 亿元

比增长 4.28%，主要来自其他应付款、一年内到期的非流动负债以及应付债券的增长；其中非流动负债占 68.60%，公司负债以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 27.73 亿元，同比增长 41.59%，增长主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债。

2018 年底，公司其他应付款 19.16 亿元，同比增长 19.86%，主要来自暂借款的增长。公司其他应付款主要为暂借款（16.47 亿元）。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.20 亿元，同比大幅增长 197.32%，增长主要来自一年内到期的长期借款。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 74.04%）、一年内到期的应付债券（占 20.20%）和一年内到期的长期应付款（占 5.76%）构成。

2018 年底，公司非流动负债 60.58 亿元，同比下降 6.94%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。

2018 年底，公司长期借款 8.95 亿元，同比下降 35.48%，主要系部分借款重分类至一年内到期的非流动负债。公司长期借款为保证借款（占 83.59%）和质押借款（占 16.41%）。

2018 年底，公司应付债券 36.83 亿元，同比增长 8.66%，增长主要来自当年发行的 4 亿元债权融资计划。公司应付债券主要为发行的企业债、中票、PPN、资产证券化产品等。

2018 年底，公司长期应付款 14.06 亿元，同比下降 18.85%，主要来自融资租赁借款的下降。公司长期应付款主要包括向湖南铁路建设投资有限公司（以下简称“湖南铁投”，借款金额为 10.15 亿元）、向中国农发重点建设基金有限公司和部分租赁公司的借款。本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 95.09 亿元，较上年底增长 7.68%，主要来自应付债券的增长。其中，非流动负债占 69.48%，公司负债仍以非流动负债为主。2019 年 3 月底，公司应付债券较上年底增长 13.30%至 41.73 亿元，主要系发行 6 亿元的债权融资计划所致。

从有息债务看，2018 年底公司全部债务 64.99 亿元，同比下降 2.45%。其中，长期债务占 91.85%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率较上年底有所上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为 67.43%、60.38%和 58.33%。

表 8　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	1.90	5.30	6.00
长期债务	64.72	59.70	64.96
全部债务	66.63	64.99	70.96
资产负债率	67.08	67.43	69.12
全部债务资本化比率	61.58	60.38	62.55
长期债务资本化比率	60.90	58.33	60.45

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2019 年 3 月底，公司全部债务 70.96 亿元，较上年底增长 9.18%，主要来自应付债券的增加。从债务指标看，2019 年 3 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率均较上年底有所上升，分别为 69.12%、62.55%和 60.45%。

从有息债务期限分布看，2019—2021 年，公司需要偿付的有息债务规模分别为 5.30 亿元、9.40 亿元和 9.50 亿元。

总体看，跟踪期内，公司债务规模波动上升，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 20.19 亿元，同比增长 91.65%，增长主要来自工程代建收入；同期，公司营业成本为 18.47 亿元，同比增长 103.87%。2018 年，公司营业利润率为 7.89%，较 2017 年有所下降。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	10.53	20.19
其他收益	1.83	1.68

利润总额	1.40	1.29
营业利润率	12.87	7.89
总资本收益率	1.53	1.45
净资产收益率	3.43	3.25

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，2018 年公司期间费用合计 1.60 亿元，同比变动不大；受营业收入大幅增长影响，公司期间费用在营业收入中的占比同比下降 7.14 个百分点至 7.93%。整体看，公司期间费用控制能力有所提升。

2018 年，公司其他收益 1.68 亿元，主要为承担政府项目基础设施补贴资金等。同期，公司利润总额为 1.29 亿元。财政补贴对公司利润影响大。

从盈利能力指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率均同比下降，分别为 1.45%和 3.25%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，相当于 2018 年全年的 3.67%，同期实现利润总额-0.16 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模大幅增长，财政补贴对公司利润影响大，整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 16.28 亿元，主要为经营业务回款和往来款、政府补助款等，其中收到其他与经营活动有关的现金为 9.35 亿元，主要为往来款和政府补助款等。公司经营活动现金流出主要为工程代建投入。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 0.11 亿元。从收入实现质量看，跟踪期内公司收入实现质量差，2018 年现金收入比为 34.35%。

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	15.79	16.28
经营活动现金流出量	15.60	16.17
经营活动现金流量净额	0.19	0.11
现金收入比	128.46	34.35
投资活动现金流量净额	-7.77	-14.99
筹资活动现金流量净额	14.24	-6.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，跟踪期内公司投资活动现金流入规模小，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（怀化综合客运枢纽站工程、远大厂房等项目投入）以及投资支付的现金（股权投资支出）、支付其他与投资活动有关的现金（渝怀复线项目支出）。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-14.99 亿元。

从筹资活动看，公司主要通过银行借款、发行债券及企业借款方式筹集资金，2018 年筹资活动现金流入 11.61 亿元，由于偿付债务本息支出规模较大，2018 年公司筹资活动净流出 6.31 亿元。公司支付其他与筹资活动有关的现金主要是偿还暂借款支出等。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-1.06 亿元、-0.14 亿元和 7.07 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量差，由于支付渝怀复线项目款项，公司投资活动呈现净流出，未来在建及拟建项目尚需资本支出规模大，公司面临较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债规模扩大影响，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降，2018 年底分别为 388.57%和 42.36%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 395.02%和 53.12%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 0.39%。2018 年底及 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 4.24 亿元和 10.11 亿元，分别相当于同期短期债务的 0.80 倍和 1.68 倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 2.16 亿元，全部债务/EBITDA 为

30.14倍，EBITDA利息倍数为0.44倍，EBITDA对公司全部债务和利息支出的保障能力均较弱。

截至2018年底，公司对外担保余额为4.00亿元，担保比率为9.38%，被担保对象为怀化经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“怀化经开”）。怀化经开实际控制人为怀化市国资委。公司或有负债风险可控。

截至2019年5月底，公司共获得银行授信24.50亿元，已使用24.10亿元，尚未使用额度0.40亿元。公司间接融资渠道亟待拓展。

考虑到公司在怀化市交通基础设施建设的重要地位以及怀化市政府给予公司的各项支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，公司母公司资产总额为99.09亿元，同比增长2.07%。其中，流动资产为76.26亿元。从构成看，流动资产主要由存货构成。非流动资产为22.84亿元，主要由长期应收款和长期股权投资构成。

截至2018年底，公司母公司所有者权益为42.51亿元，同比增长3.06%。其中，实收资本和资本公积合计占69.17%。

截至2018年底，公司母公司负债总额为56.58亿元，同比增长1.34%；主要由应付债券和长期应付款构成。公司母公司2018年底资产负债率为57.10%，同比下降0.41个百分点。

2018年，公司母公司实现营业收入13.90亿元，营业成本为13.24亿元。公司母公司2018年净利润为1.90亿元，同比增长27.83%。

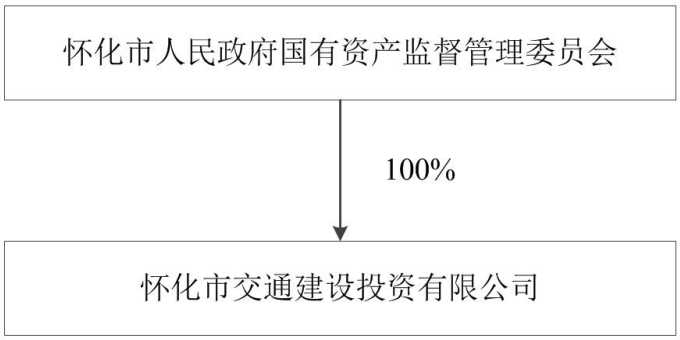
十、存续期债券偿债能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17怀化交投MTN001”及“17怀化交投MTN002”，债券余额合计8.00亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为2.16亿元、16.28亿元和0.11亿元，对存续债券余额的保障倍数分别为0.27倍、2.04倍和0.01倍。公司经营活动现金流入量对上述存续债券余额的覆盖程度尚可。

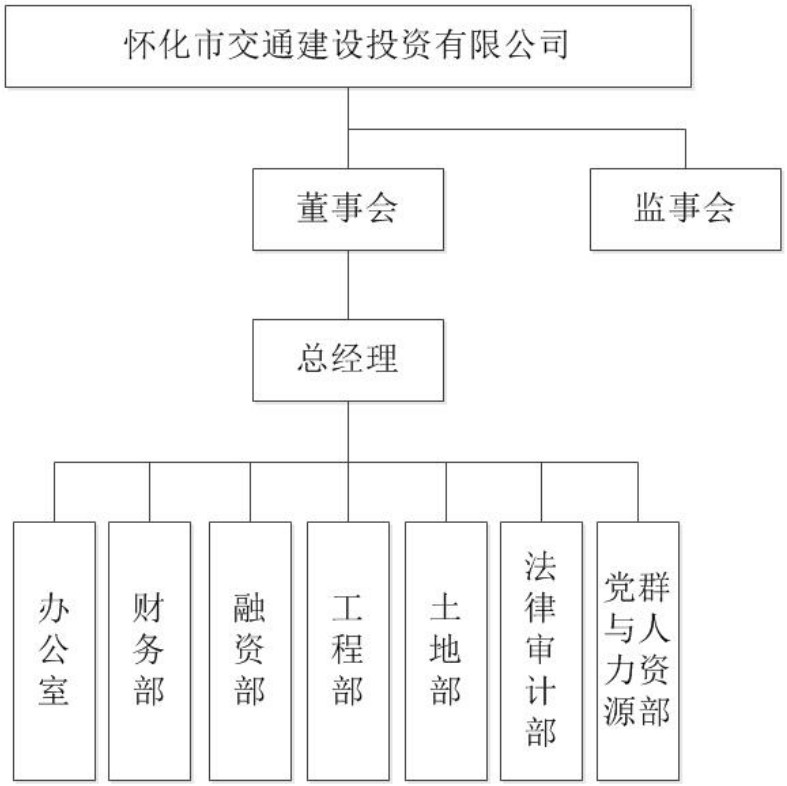
十一、 结论

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怀化交投MTN001”和“17怀化交投MTN002”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 1-3　截至 2019 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	主要经营地	业务性质	持股比例（%）
湖南怀化公路运输集团有限责任公司	怀化	运输业	51.15
怀化市国湘投资开发有限公司	怀化	保障房建设	100.00
怀化市鹤城区城市建设投资有限公司	怀化	市政建设	100.00
怀化市城西城南主入口及中方入城口建设有限公司	怀化	项目建设及管理	100.00
怀化南站广场管理有限公司	怀化	站前广场及交通枢纽的运营等	100.00
怀化市北环路建设有限公司	怀化	道路建设	100.00
怀化高铁广场安置区建设有限公司	怀化	房屋、公路、桥梁工程等	100.00
怀化市交通发展投融资有限公司	怀化	筹集交通建设产业资金及管理	100.00
怀化市高堰路东延项目建设有限公司	怀化	高堰路东延及怀芷快速干道工程等	100.00
怀化市湖天大桥拓展改造工程建设有限公司	怀化	湖天大桥、锦溪桥改造工程及管理	100.00
怀化月塘安置区建设有限公司	怀化	房屋建筑、土方、园林绿化工程等	100.00
怀化市游客集散中心建设有限公司	怀化	游客集散项目前期筹备及建成后的运营及管理等	100.00
怀化市反恐中心项目建设有限公司	怀化	房屋、公路、土方工程等	100.00
怀化市交投口岸运营管理有限责任公司	怀化	进出口货物服务、货物及技术的进出口等	100.00
怀化市怀南编组站片区旧城改造有限公司	怀化	编组站片区旧城改造项目建设；实施或承接政府购买怀南编组站片区政府拆迁安置等	100.00
怀化市公安强制隔离戒毒所项目建设有限公司	怀化	怀化市公安强制隔离戒毒所项目的建设	100.00
怀化市芷江机场航站楼改建工程建设有限公司	怀化	芷江机场航站楼改扩建工程项目	100.00
怀化市生态文化旅游发展股份有限公司	怀化	生态文化旅游项目开发、运营、管理；酒店管理运营等	100.00
怀化中芷公路建设有限公司	怀化	公路建设及项目管理；项目的筹建、建设及管理等	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　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)	18.77	25.44	4.24	10.11
资产总额(亿元)	103.08	126.24	130.95	137.58
所有者权益(亿元)	40.01	41.56	42.65	42.49
短期债务(亿元)	1.31	1.90	5.30	6.00
长期债务(亿元)	46.43	64.72	59.70	64.96
全部债务(亿元)	47.74	66.63	64.99	70.96
营业收入(亿元)	8.87	10.53	20.19	0.74
利润总额(亿元)	1.82	1.40	1.29	-0.16
EBITDA(亿元)	2.76	2.69	2.16	--
经营性净现金流(亿元)	0.41	0.19	0.11	-1.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.73	7.29	199.90	--
存货周转次数(次)	0.16	0.15	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.09	0.16	--
现金收入比(%)	80.85	128.46	34.35	142.50
营业利润率(%)	13.08	12.87	7.89	32.42
总资本收益率(%)	2.27	1.71	1.45	--
净资产收益率(%)	4.49	3.43	3.25	--
长期债务资本化比率(%)	53.72	60.90	58.33	60.45
全部债务资本化比率(%)	54.41	61.58	60.38	62.55
资产负债率(%)	61.19	67.08	67.43	69.12
流动比率(%)	544.40	535.20	388.57	395.02
速动比率(%)	234.43	179.75	42.36	53.12
经营现金流动负债比(%)	2.54	0.99	0.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.30	24.74	30.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	0.80	0.44	--

注：　1. 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；2. 2019 年一季度财务报表未经审计

附件 3　主要财务指标计算公式

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 4-1　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 4-2　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 4-3　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