信用等级公告

联合〔2020〕2410 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存续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

二〇二〇年七月二十一日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17 怀化交投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
17 怀化交投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 怀化交投 MTN001	4 亿元	4 亿元	2022/07/05
17 怀化交投 MTN002	4 亿元	4 亿元	2022/07/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 7 月 21 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	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
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

怀化市交通建设投资有限公司（以下简称“公司”）是湖南省怀化市重要的基础设施建设主体。跟踪期内，怀化市经济稳步发展，一般公共预算收入有所增长，公司发展的外部环境良好；跟踪期内，公司持续获得怀化市人民政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性较弱、在建及拟建项目待投资规模大及债务负担很重等因素对其信用水平带来的不利影响。

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。

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. **公司发展的外部环境良好。**跟踪期内，怀化市经济稳步发展，一般公共预算收入有所增长。2019 年，怀化市完成地区生产总值 1616.64 亿元，同比增长 8.0%；预计完成地方一般公共预算收入 95.28 亿元，同比增长 6.2%。
2. **稳定的外部支持。**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方面获得怀化市人民政府的支持。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司部分已完工项目未进行回购，对资金占用明显，资金回笼受政府结算进度影响大。

分析师：许狄龙　刘沛伦
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

2. **债务规模快速增长，债务负担进一步加重。**2020年3月底，公司全部债务93.16亿元，较上年底增长39.21%，全部债务资本化比率上升至67.69%。
3. **资本支出压力较大，自营项目收入实现存在不确定性。**公司在建和拟建项目待投资规模大，资本支出压力较大，其中自营项目占比较大，项目未来收益实现存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	25.44	4.24	2.61	32.99
资产总额（亿元）	126.24	130.95	136.36	168.08
所有者权益（亿元）	41.56	42.65	44.61	44.48
短期债务（亿元）	1.90	5.30	8.39	6.94
长期债务（亿元）	64.72	59.70	58.53	86.22
全部债务（亿元）	66.63	64.99	66.92	93.16
营业收入（亿元）	10.53	20.19	13.68	0.56
利润总额（亿元）	1.40	1.29	1.85	-0.14
EBITDA（亿元）	2.69	2.16	2.85	--
经营性净现金流（亿元）	0.19	0.11	4.00	0.84
营业利润率（%）	12.87	7.89	9.75	16.44
净资产收益率（%）	3.43	3.25	4.40	--
资产负债率（%）	67.08	67.43	67.28	73.54
全部债务资本化比率（%）	61.58	60.38	60.00	67.69
流动比率（%）	535.20	388.57	352.27	399.00
速动比率（%）	179.75	42.36	38.90	115.05
现金收入比（%）	128.46	34.35	71.12	137.20
现金短期债务比（倍）	13.36	0.80	0.31	4.75
经营现金流动负债比（%）	0.99	0.39	12.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.80	0.44	0.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.74	30.14	23.47	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	97.09	99.09	100.56	129.89
所有者权益（亿元）	41.25	42.51	44.14	44.10
全部债务（亿元）	35.95	36.69	38.88	46.87
营业收入（亿元）	3.39	13.90	4.43	0.00
利润总额（亿元）	1.50	1.88	1.57	-0.04
资产负债率（%）	57.51	57.10	56.10	66.05
全部债务资本化比率（%）	46.57	46.33	46.83	51.52
流动比率（%）	834.26	782.76	586.93	809.80
经营现金流动负债比（%）	-18.19	-60.99	-0.55	--

注：1. 2020 年一季报未经审计；2. 长期应付款已调整至长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 怀化交投 MTN002、17 怀化交投 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/18	郝一哲 马颖	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
17 怀化交投 MTN002	AA	AA	稳定	2016/12/23	历剑 顾喆彬	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	--
17 怀化交投 MTN001	AA	AA	稳定	2016/12/23	历剑 顾喆彬	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	--

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，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 2020 年跟踪评级报告

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，公司股权结构未发生变化。截至 2020 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。

公司经营范围变更为：交通基础产业与旅游投资；房地产开发；仓储、物流；建筑施工；文广传媒；项目咨询与管理。（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）

公司本部职能部门变更为：办公室、纪检监察室、财务审计部、投融资部、工程部、战略发展与项目前期部、资产经营管理部、党群与人力资源部和合约部共 9 个部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 136.36 亿元，所有者权益 44.61 亿元（其中少数股东权益 0.28 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，利润总额 1.85 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 168.08 亿元，所有者权益 44.48 亿元（其中少数股东权益 0.26 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.56 亿元，利润总额-0.14 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、跟踪评级债券及其募集资金使用情况

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”和“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2020年3月底，募集资金已按计划使用完毕。

四、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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额

度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大

有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济概况

公司主要负责怀化市交通类基础设施建设和公共交通客运等业务，跟踪期内，怀化市经济和一般预算收入保持增长，但财政自给率低，政府债务负担重。

根据《怀化市 2019 年国民经济与社会发展统计公报》，2019 年怀化市实现地区生产总值（GDP）1616.64 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业实现增加值 224.52 亿元，增长 3.4%；第二产业实现增加值 448.26 亿元，增长 8.4%；第三产业实现增加值 943.86 亿元，增长 8.8%。人均 GDP 为 32453 元，增长 7.8%。怀化市三次产业占比为 13.9：27.7：58.4，与上年比，第一产业提高 1.2 个百分点，第二、三产业分别回落 1.0 个、0.2 个百分点。2019 年底，怀化市常住人口 498.33 万人，城镇化率为 49.03%，同比提升 1.28 个百分点。

2019 年，怀化市固定资产投资完成额（不含跨区投资）增长 10.6%。按产业分，第一产业增长 105.1%、第二产业增长 8.4%、第三产业增长 7.3%；按投资方向分，工业投资增长 16.3%、高新技术产业投资增长 28.5%、民生工程投资增长 24.4%、房地产开发投资增长 18.9%。全年施工项目 1612 个，增长 22.2%，其中新开工项目增长 72.9%，投产项目增长 28.3%。

2019 年底，怀化市全市公路通车里程 2.08 万公里，比上年底增长 0.4%。其中，高速公路通车里程 717 公里，比上年底增长 2.3%，新增高速公路通车里程 16 公里。2019 年底民用汽车保有量 42.05 万辆，增长 13.0%。其中私人汽车 39.39 万辆，增长 13.8%；轿车 19.97 万辆，增长 14.4%。铁路营业里程 802 公里，其中高速铁路 225 公里，铁路电气化率为 78.3%。2019 年，怀化市客货运输换算周转量 126.06 亿吨公里，增长 16.1%；货运量 0.69 亿吨，增长 7.7%；客运量 1.12 亿人，下降 7.2%。

根据怀化市财政局公布的《怀化市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案报告》，怀化市 2019 年预计完成地方一般公共预算收入 95.28 亿元，增长 6.2%；完成上级补助收入 326.4 亿元，同比增长 5%；完成政府性基金收入 53.92 亿元，较 2018 年（76.21 亿元）有所下降。2019 年，怀化市预计完成一般公共预算支出 492.4 亿元，增长 6.5%，财政自给程度低。根据《关

于湖南省 2019 年预算执行情况与 2020 年预算草案的报告》，截至 2019 年底，怀化市政府债务余额 551.31 亿元。

根据怀化市统计局公布的《怀化市 2020 年月快报 1－3 月》，2020 年 1－3 月，怀化市地区生产总值同比下降 0.9%，固定资产投资额同比增长 6.8%，地方一般公共预算收入同比增长 0.1%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在财政补贴方面获得怀化市人民政府的支持。

2019年，公司获得与收益相关的政府补助2.29亿元，主要为承担政府项目基础设施补贴资金等，计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10431202000689800），截至2020年6月10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，公司的法人治理结构和管理制度无重大变化。

2020年4月29日，公司发布公告，公司原董事、副总经理梁春生涉嫌违纪违法，目前正在接受怀化市纪委的纪律审查和监察调查，怀化市政府、怀化市国资委已批准免去梁春生董事、副总经理职务。梁春生原分管公司的旅游业务、物业运营等工作，对公司生产经营、财务状况、未来战略发展和偿债能力等无重大影响，其原分管工作已由新任副总经理阳昌葵履行相应职责。

阳昌葵先生，1982年1月出生，本科学历；历任湖南省怀化市溆浦县思蒙乡政府江口办事处职工，怀化市经委职工，怀化市经（信）委环境与资源综合利用科（节能与综合利用科）副科长，怀化市经信委消费品工业科科长，怀化市经信委运行监测协调科科长，怀化市工信局运行监测协调科科长；2019年11月起任公司副总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自基础设施代建业务和运输服务。跟踪期内，公司营业收入有所下降，综合毛利率有所提升。

2019年，公司实现营业收入13.68亿元，同比下降32.22%。其中，工程代建收入11.23亿元，同比下降36.23%，主要是受到代建工程项目当年完工进度影响；运输服务收入1.88亿元，同比下降2.51%；其他业务收入0.57亿元，同比下降11.33%，其中租赁收入和广告收入均明显下降。

2019年，公司综合毛利率为10.49%，同比上升1.99个百分点。其中，工程代建业务毛利率为5.26%，同比上升0.50个百分点；运输服务业务毛利率为21.40%，同比下降0.91个百分点。

2020年1－3月，公司实现营业收入0.56亿元，相当于2019年全年的4.13%，主要来自运输服务收入；综合毛利率为17.88%。

表 4　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 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	17.61	87.26	4.76	11.23	82.09	5.26	0.00	0.00	--
运输服务	1.93	9.55	22.31	1.88	13.74	21.40	0.42	73.90	21.39
其他业务	0.64	3.18	69.48	0.57	4.17	77.72	0.15	26.10	7.96
合计	**20.19**	**100.00**	**8.50**	**13.68**	**100.00**	**10.49**	**0.56**	**100.00**	**17.88**

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；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，代建收入有所下降，部分已完工项目未进行回购，对资金占用明显，资金回笼受政府结算进度影响大；此外，公司在建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力。

公司基础设施建设业务包括市政基础设施建设及安置房建设，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每年年末按照当年各工程完工情况与公司确认代建收入及成本，并按认可工程量的建设成本加成5%~10%（工程管理费）进行结算回购。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。

2019年，公司确认工程代建收入11.23亿元，主要来自湖天大桥、鹤城区福利服务中心、沪昆高速中方（竹田）转接线等项目；业务毛利率5.26%，当年收到回款约7亿元。

截至2019年底，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资52.00亿元，已完成投资28.23亿元，未来仍需投资22.81亿元；无拟建基础设施建设项目。

表 5　截至 2019 年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	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
池黔公路	8.81	7.70	1.11
湖天大桥	3.53	4.15	0.00
太平溪改造	5.26	2.75	2.51
高堰路东延	3.40	1.46	1.94
北环路工程	2.68	1.51	1.17
怀化市道路工程（四方路、金海路至八一路）	4.14	2.17	1.97
S312 溆浦进马江至新建（进新公司）	4.14	1.72	2.42
芷江机场	5.46	0.48	4.98
反恐训练基地建设项目	1.29	0.23	1.06
怀化市公安强制戒毒所项目	2.21	2.04	0.17
G320 芷江至新晃波州	2.08	0.64	1.44
怀芷快速干道	4.74	0.81	3.93
北环线道路工程拓宽建设项目	2.68	2.57	0.11
中坡国家森林公园局部建设项目	1.58	0.00	0.00
合计	**52.00**	**28.23**	**22.81**

资料来源：公司提供

（2）运输服务

跟踪期内，公司运输服务板块客运量和收入均有所下降。

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，怀化公运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，主营省际、城际及市内客运，以自营车业务、承包车业务和其他运输业务（包车业务、城乡公交、货物运输等）为主，兼顾经营客车、配件销售以及少量旅游服务等业务。

截至2020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，跟踪期内未发生变化。

随着怀化市民用汽车保有量的增长和铁路线路的不断完善，怀化公运公司客运量由2018

年的789万人下降至2019年的748万人。受客运量下降影响，2019年怀化公运公司运输服务收入同比下降2.51%至1.88亿元。

（3）自营项目

公司在建及拟建自营项目投资规模很大，面临较大资本支出压力，项目未来收益实现存在不确定性。

截至 2019 年底，公司主要在建自营项目包括怀化综合客运枢纽站、麻阳汽车站以及山下花海欢乐谷一期等工程，拟建项目包括渝怀铁路二线（怀化段）沿线周边配套设施建设项目、怀化市新建西编组站及公铁联运物流园项目，计划总投资 78.74 亿元，未来尚需投资 77.51 亿元。其中，渝怀铁路二线（怀化段）沿线周边配套设施建设项目计划总投资 22.85 亿元，其中 21.44 亿元来自已发行的湖南省政府专项债券“20 湖南债 23”，未来将通过仓储服务收入、货运代理服务收入、物业出租收入和土地出让等实现收益；怀化市新建西编组站及公铁联运物流园项目计划总投资 46.73 亿元，未来拟通过厂房租售方式实现资金回笼，该项目计划采用 PPP 模式投资建设，由公司作为政府出资代表，湖南铁路投资发展有限公司（以下简称“湖南铁投”）作为社会资本方代表，公司是湖南铁投的少数股东之一，该项目的资金投入仍将主要由公司承担。

表6　截至2019年底公司主要在建和拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目		计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
在建	怀化综合客运枢纽站工程	4.83	0.43	4.40
	麻阳汽车站	2.33	0.32	2.01
	山下花海欢乐谷一期	2.00	0.48	1.52
	小计	**9.16**	**1.23**	**7.93**
拟建	怀化市新建西编组站及公铁联运物流园项目	46.73	0.00	46.73
	渝怀铁路二线（怀化段）沿线周边配套设施建设项目	22.85	0.00	22.85
	小计	**69.58**	**0.00**	**69.58**
合计		**78.74**	**1.23**	**77.51**

资料来源：公司提供

（4）其他业务

公司其他业务收入包括停车费收入、租赁收入、广告收入及销售装饰配件收入等，对营业收入形成一定补充。

2019年，公司实现其他业务收入0.57亿元，同比下降11.33%，主要系租赁收入和广告收入明显下降所致。此外，根据怀化市国资委的部署，公司不再从事土地整理开发业务，公司前期整理的土地未来主要由公司自主用于房产开发。

3. 未来发展

根据“怀政办函〔2020〕11号”文件，怀化市人民政府将把怀化市本级交通、旅游、城市广告方面的资源资产注入公司，公司交通和旅游类资源将更加丰富。未来，公司将大力拓展房地产开发和旅游资源开发，充实经营性业务收入。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 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审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司 21 家。2019 年，公司新增 4 家一级子公司，其中 2 家系投资设立、2 家系子公司层级变化，同时因注销减少 2 家一级子公司；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生

变化。上述子公司的资产及收入规模小，公司财务数据可比性强。

2019 年底，公司资产总额 136.36 亿元，所有者权益 44.61 亿元（其中少数股东权益 0.28 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，利润总额 1.85 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 168.08 亿元，所有者权益 44.48 亿元（其中少数股东权益 0.26 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.56 亿元，利润总额-0.14 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，以基础设施建设成本、土地资产等流动资产为主，资产流动性较弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 136.36 亿元，较上年底增长 4.13%，主要系流动资产增长所致。公司资产以流动资产（占 83.53%）为主，资产结构较上年底变化不大。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**107.75**	**82.28**	**113.90**	**83.53**	**145.66**	**86.66**
货币资金	4.24	3.24	2.61	1.92	32.99	19.63
存货	96.00	73.31	101.33	74.31	103.66	61.67
其他应收款	6.48	4.95	8.78	6.44	7.93	4.72
非流动资产	**23.20**	**17.72**	**22.45**	**16.47**	**22.42**	**13.34**
长期应收款	10.15	7.75	10.15	7.44	10.15	6.04
固定资产	3.63	2.77	4.15	3.04	4.10	2.44
在建工程	4.83	3.69	4.89	3.58	4.90	2.91
资产总额	**130.95**	**100.00**	**136.36**	**100.00**	**168.08**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致

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

2019 年底，公司流动资产 113.90 亿元，较上年底增长 5.71%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由其他应收款（占 7.70%）和存货（占 88.96%）构成。

2019 年底，公司货币资金 2.61 亿元，较上年底下降 38.33%，主要系项目建设支出及偿还有息债务本息所致；货币资金中有 0.05 亿元受限资金，系质押借款受限。

2019 年底，公司其他应收款 8.78 亿元，较上年底增长 35.44%，主要系新增怀化公运客运收费收益权资产支持专项计划资金归集款 1.47 亿元。从账龄看，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 4.24 亿元，其中 1 年以内的占 17.49%、1~2 年的占 20.81%、2 年以上的占 61.70%，账龄偏长，累计计提坏账准备 1.29 亿元；从集中度看，其他应收款前五名欠款单位欠款合计 3.78 亿元，占比为 37.59%，集中度一般。

2019 年底，公司存货 101.33 亿元，较上年底增长 5.54%，主要系代建工程项目投入。公司存货主要由开发成本（7.66 亿元，主要为安置房建设成本）、工程施工（72.48 亿元，主要为市政基础设施建设成本）和土地资产（20.99 亿元，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

2019 年底，公司非流动资产 22.45 亿元，较上年底下降 3.21%，主要由可供出售金融资产（占 8.91%）、长期应收款（占 45.20%）、固定资产（占 18.48%）和在建工程（占 21.76%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 2.00 亿元，较上年底下降 41.78%，主要系收回在怀化长银鹤发股权投资合伙企业（有限合伙）中的投资所致。公司可供出售金融资产全部为对怀化农村商业银行股份有限公司的投资，公司持股 3.34%。

2019 年底，公司长期应收款 10.15 亿元，较 2018 年底未发生变化，系代表怀化市人民政府对渝怀复线项目[1]的支出，该投资系公司将外部融资资金投入湖南铁投，公司未来计划通过货币资金或土地补偿收回。

2019 年底，公司固定资产 4.15 亿元，较上年底增长 14.37%，主要系从在建工程转入远大厂房和购入运输设备所致。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（占 53.25%）和运输设备（占 43.13%）。

2019 年底，公司在建工程 4.89 亿元，较上年底变化不大，主要为怀化综合客运枢纽站工程、沅陵汽车南站、怀化汽车南站和山下花海欢乐谷一期等项目投入，其中沅陵汽车南站、怀化汽车南站等项目已于 2018 年底前完工，尚未结算。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值 4.49 亿元，占资产总额比重为 3.30%。其中，受限货币资金 0.05 亿元，受限存货 3.87 亿元，受限固定资产 0.06 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 168.08 亿元，较上年底增长 23.26%。其中，货币资金较上年底增加 30.38 亿元至 32.99 亿元，一方面由于公司加大融资力度，另一方面由于渝怀铁路二线（怀化段）沿线周边配套设施建设项目对应的地方政府专项债资金到位。

3. 负债与所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，债务规模快速上升，债务负担很重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 44.61 亿元，较上年底增长 4.61%，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 4.48%）、资本公积（占 61.43%）和未分配利润（占 30.34%）构成。2020 年 3 月底，公司所有者权益为 44.48 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 91.75 亿元，较上年底增长 3.90%，主要系流动负债有所增长。公司负债以非流动负债（占 64.76%）为主，负债结构较上年底变化不大。

2019 年底，公司流动负债 32.33 亿元，较上年底增长 16.61%。其中，短期借款 0.75 亿元，较上年底增加 0.65 亿元；其他应付款 20.50 亿元，较上年底增长 6.98%，主要为鹤城城投的暂借款（往来款）；一年内到期的非流动负债 7.64 亿元，较上年底增长 46.97%，主要由一年内到期的长期借款 3.20 亿元、一年内到期的应付债券 3.90 亿元和一年内到期的长期应付款 0.05 亿元构成。

2019 年底，公司非流动负债 59.41 亿元，较上年底变化不大。其中，长期借款 9.82 亿元，较上年底增长 9.77%，长期借款（含一年内到期部分）包括保证借款 7.53 亿元、质押借款 2.78 亿元、抵押借款 2.62 亿元和信用借款 0.10 亿元；应付债券 36.29 亿元，较上年底变化不大，2019 年新发行 6.00 亿元债权融资计划；长期应付款 12.56 亿元，较上年底下降 10.63%，主要是融资租赁和财务公司借款。公司长期应付款均为有息借款，本报告已将其纳入长期债务计算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 123.60 亿元，较上年底增长 34.72%，主要系加大筹资力度所致，其中非流动负债占 70.46%，负债结构较上年底变化不大。其中，其他应付款 26.55 亿元，较上年底增长 36.18%，主要系暂借款大幅增长所致；长期借款 13.41 亿元，较上年底增长 36.47%；应付债券 41.19 亿元，较上年底增长 13.50%，主要系新发行私募公司债“20 怀交 01”

[1] 渝怀铁路复线项目中怀化市负责投资 38.00 亿元，融资由公司负责，公司首期投资为 10.15 亿元

所致；长期应付款 31.62 亿元，较上年底增长 154.56%，主要系新增地方政府专项债资金所致。

从有息债务看，2019 年底公司全部债务 66.92 亿元，较上年底增长 2.97%。其中，长期债务占 87.46%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标看，2019 年底，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下降，分别为 67.28%、60.00%和 56.75%。

表 8　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	5.30	8.39	6.94
长期债务	59.70	58.53	86.22
全部债务	64.99	66.92	93.16
资产负债率	67.43	67.28	73.54
全部债务资本化比率	60.38	60.00	67.69
长期债务资本化比率	58.33	56.75	65.97

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2020 年 3 月底，公司全部债务 93.16 亿元，较上年底增长 39.20%，主要来自长期债务的增长。从债务指标看，2020 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 73.54%、67.69%和 65.97%。

从有息债务期限分布看，2020－2022 年，公司本部需要偿付的债务本息分别为 11.50 亿元、19.50 亿元和 25.00 亿元，2022 年到期规模较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降，利润总额依赖政府财政补贴；盈利能力指标有所提升，但整体盈利能力仍有待提升。

2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，同比下降 32.22%，主要系工程代建收入下降所致；同期，公司营业成本为 12.25 亿元，同比下降 33.70%。2019 年，公司营业利润率为 9.75%，同比上升 1.86 个百分点。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	20.19	13.68
其他收益	1.68	2.29
利润总额	1.29	1.85
营业利润率	7.89	9.75
总资本收益率	1.45	1.93
净资产收益率	3.25	4.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用 1.34 亿元，同比下降 17.60%，以管理费用为主；同期，公司期间费用率为 9.77%，较上年提高 1.73 个百分点。

2019 年，公司其他收益 2.29 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 1.85 亿元。

从盈利能力指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均同比有所提升，分别为 1.93%和 4.40%。

2020年1－3月，公司实现营业收入0.56亿元，相当于2019年全年的4.13%，主要为运输服务收入；同期，公司实现利润总额-0.14亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营获现能力一般，投资活动资金缺口大幅收窄，2019 年偿还一定规模债务本息；2020 年一季度，公司加大对外筹资力度。考虑到未来在建及拟建项目待投资规模大，公司面临很大的融资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 15.95 亿元，较上年下降 2.05%；其中销售商品、提供劳务收到的现金增长 40.32%至 9.73 亿元，收到的其他与经营活动有关的现金主要是政府补助和保证金、垫付款等，2019 年为 6.22 亿元。同期，公司现金收入比为 71.12%，较上年提高 36.77 个百分点，收入实现质量一般。2019 年，公司经营活动现金流出 11.95 亿元，较上年下降 26.11%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2019 年，公司经营活动现金净流入 4.00 亿元，净流入规模有所扩大。

从投资活动来看，2019 年，公司收回对怀

化长银鹤发股权投资合伙企业（有限合伙）的投资，投资活动现金流入 0.69 亿元，尚有 0.75 亿元未回款；投资活动现金流出 2.22 亿元，系对怀化综合客运枢纽站工程等在建工程的投入。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-1.53 亿元，净流出规模同比大幅收窄。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	16.28	15.95
经营活动现金流出量	16.17	11.95
经营活动现金流量净额	0.11	4.00
现金收入比	34.35	71.12
投资活动现金流量净额	-14.99	-1.53
筹资活动现金流量净额	-6.31	-4.15

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 15.01 亿元，较上年增长 29.23%，主要系通过银行借款和债权融资计划融资导致；筹资活动现金流出 19.15 亿元，较上年增长 6.89%，主要系偿还有息债务本息。2019 年，公司筹资活动现金流净额为-4.15 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动和投资活动产生的现金流规模不大，净额分别为 0.84 亿元和-0.08 亿元；筹资活动力度加大，公司筹资活动现金流入 34.81 亿元，主要包括银行借款和地方政府专项债资金流入等，同期，公司筹资活动现金流出 6.86 亿元，筹资活动现金净流入 27.95 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司在怀化市交通基础设施建设领域的重要地位以及怀化市人民政府给予公司的各项支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降，2019 年底分别为 352.27%和 38.90%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 399.00%和 115.05%，较 2019 年底均有所提升。2019 年，公司经营现金流动负债比为 12.36%，同比有所提升。2020 年 3 月底，公司短期债务比为 4.75 倍，短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 2.85 亿元，全部债务/EBITDA 为 23.47 倍，EBITDA 利息倍数为 0.94 倍，长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 46.18 亿元，已使用 23.63 亿元，尚未使用额度 22.55 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 4.00 亿元，担保比率为 8.99%，被担保对象为怀化经济开发区开发建设投资有限公司，其实际控制人为怀化市国资委，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产和负债主要集中于母公司，受有息债务增加影响，跟踪期内母公司资产总额及债务相关指标均明显增长。

2019 年底，母公司资产总额 100.56 亿元，较上年底增长 1.48%。其中，流动资产 78.54 亿元，主要由存货构成；非流动资产 22.02 亿元，主要由长期应收款和长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益 44.14 亿元，较 2018 年底增长 3.84%。其中，实收资本和资本公积合计占 66.61%。母公司权益稳定性较好。

2019 年底，母公司负债总额 56.42 亿元，较上年底变化不大；主要由应付债券、长期应付款和一年内到期的非流动负债构成。母公司 2019 年底资产负债率为 56.10%，较上年底下降 1.00 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 4.43 亿元，利润总额为 1.57 亿元，分别同比下降 68.15%和 16.50%。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 129.89 亿元，较上年底增长 29.17%，主要是地方政府专项债资金流入带动货币资金余额增长；母公司

权益较上年底变化不大。2020 年 3 月底，母公司资产负债率 66.05%，全部债务资本化比率 51.52%，均较上年底有所增长。2020 年 1－3 月，母公司未实现营业收入，利润总额为-0.04 亿元。

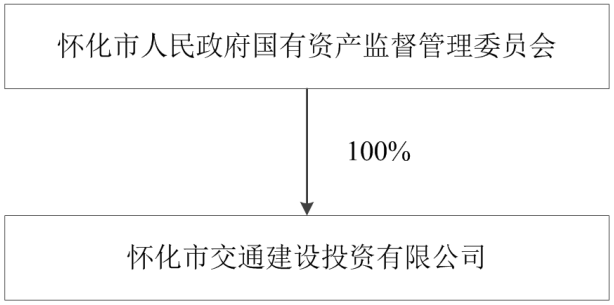
十、跟踪评级债券偿还能力分析

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。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述存续债券余额的保障倍数分别为 0.36 倍、1.99 倍和 0.50 倍，经营活动现金流入量对上述存续债券余额的覆盖程度强。

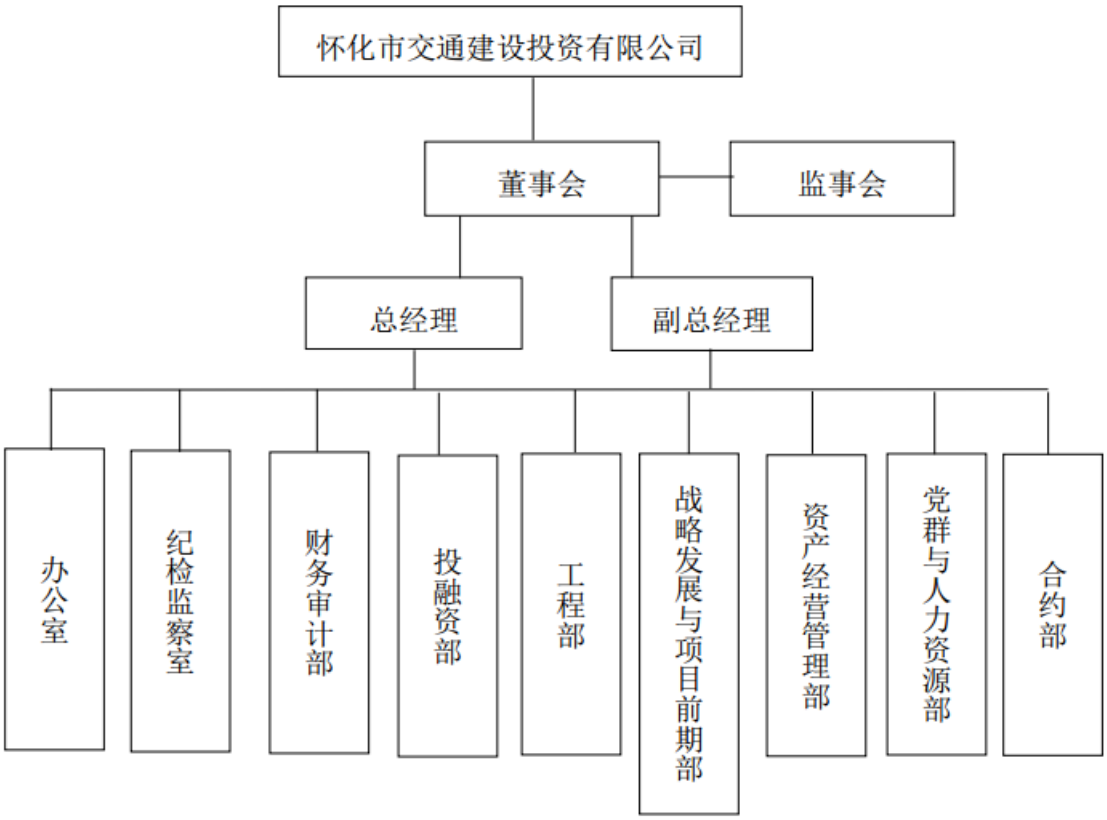
十一、 结论

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 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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

企业名称	主营业务	持股比例（%）
湖南怀化公路运输集团有限责任公司	运输业	51.15
怀化市国湘投资开发有限公司	保障房建设	100.00
怀化市鹤城区城市建设投资有限公司	市政建设	100.00
怀化南站广场管理有限公司	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	道路建设	100.00
怀化高铁广场安置区建设有限公司	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	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	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	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	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	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	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	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	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	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	生态文化旅游项目开发、运营、管理；酒店管理运营等	100.00
怀化畅行文化传媒有限公司	广告设计、代理、制作、发布	100.00
怀化旅游畅达汽车服务有限公司	汽车租赁、租车平台的搭建及运营管理服务	100.00
怀化政邦项目管理有限公司	房地产开发、销售；工程项目管理；公路工程、市政道路工程等	100.00
怀化畅行国际旅游有限责任公司	国内、入境旅游服务；旅游培训及会议组织接待	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.44	4.24	2.61	32.99
资产总额(亿元)	126.24	130.95	136.36	168.08
所有者权益(亿元)	41.56	42.65	44.61	44.48
短期债务(亿元)	1.90	5.30	8.39	6.94
长期债务(亿元)	64.72	59.70	58.53	86.22
全部债务(亿元)	66.63	64.99	66.92	93.16
营业收入(亿元)	10.53	20.19	13.68	0.56
利润总额(亿元)	1.40	1.29	1.85	-0.14
EBITDA(亿元)	2.69	2.16	2.85	--
经营性净现金流(亿元)	0.19	0.11	4.00	0.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.29	199.90	92.97	--
存货周转次数(次)	0.15	0.22	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.16	0.10	--
现金收入比(%)	128.46	34.35	71.12	137.20
营业利润率(%)	12.87	7.89	9.75	16.44
总资本收益率(%)	1.71	1.45	1.93	--
净资产收益率(%)	3.43	3.25	4.40	--
长期债务资本化比率(%)	60.90	58.33	56.75	65.97
全部债务资本化比率(%)	61.58	60.38	60.00	67.69
资产负债率(%)	67.08	67.43	67.28	73.54
流动比率(%)	535.20	388.57	352.27	399.00
速动比率(%)	179.75	42.36	38.90	115.05
经营现金流动负债比(%)	0.99	0.39	12.36	--
现金短期债务比(倍)	13.36	0.80	0.31	4.75
全部债务/EBITDA(倍)	24.74	30.14	23.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.80	0.44	0.94	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审；2. 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.75	3.41	0.87	28.83
资产总额(亿元)	97.09	99.09	100.56	129.89
所有者权益(亿元)	41.25	42.51	44.14	44.10
短期债务(亿元)	0.63	0.00	6.00	6.00
长期债务(亿元)	35.32	36.69	32.88	40.87
全部债务(亿元)	35.95	36.69	38.88	46.87
营业收入(亿元)	3.39	13.90	4.43	0.00
利润总额(亿元)	1.50	1.88	1.57	-0.04
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-1.56	-5.94	-0.07	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.41	*	*	--
存货周转次数(次)	0.09	0.24	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.14	0.04	--
现金收入比(%)	185.82	2.16	11.75	*
营业利润率(%)	5.20	4.23	4.89	*
总资本收益率(%)	1.93	2.40	1.97	--
净资产收益率(%)	3.60	4.47	3.70	--
长期债务资本化比率(%)	46.13	46.33	42.69	48.10
全部债务资本化比率(%)	46.57	46.33	46.83	51.52
资产负债率(%)	57.51	57.10	56.10	66.05
流动比率(%)	834.26	782.76	586.93	809.80
速动比率(%)	335.64	96.13	45.76	246.45
经营现金流动负债比(%)	-18.19	-60.99	-0.55	--
现金短期债务比(倍)	37.42	*	0.14	4.81
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审；2. 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3. 公司未提供母公司折旧等数据，无法计算 EBITDA 及相关指标；4. “*”代表该指标计算时分母为 0，指标无意义

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%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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