

信用等级公告

联合〔2020〕3761号

联合资信评估股份有限公司通过对衡阳高新投资（集团）有限公司及其拟发行的 2021 年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定衡阳高新投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，2021 年第一期衡阳高新投资（集团）有限公司公司债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月十三日



2021年第一期衡阳高新投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：3.50~7.00 亿元

本期债券期限：5+2 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：用于陆家新区棚户区改造
(二塘安置小区建设项目) 工程和补充
流动资金

评级时间：2020 年 10 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

评级观点

衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是衡阳高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，持续得到地方政府在资本注入和政府补助等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资本支出压力很大、短期偿付压力较大、自营项目未来收益存在不确定性等对其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的2021年第一期公司债券（以下简称“本期债券”）由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中合担保的担保能显著增强本期债券的偿付能力。本期债券还设置了分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

未来，公司将继续围绕衡阳市政府及衡阳高新区的总体规划，以衡阳高新区的基础设施、棚户区改造项目建设为重点，提高区域基础设施服务水平，促进区域产业转型升级，公司业务规模逐渐扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，衡阳市及高新区经济持续稳步发展，2019年，衡阳市实现地区生产总值3372.68亿元，同比增长8.1%；完成一般公共预算收入170.20亿元。高新区实现地区生产总值为168.78亿元，较上年增长9.0%。
2. 定位明确且持续得到政府的大力支持。公司是衡阳高新区重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，在资本注入和政府补助等方面持续得到地方政府的大力支持。

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

分析师：马玉丹 韩晓翌

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

3. **担保增强本期债券偿付能力。**中合担保为本期债券提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保，可显著增强本期债券的偿付能力。本期债券设置了分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. **资本支出压力很大。**截至2019年，公司代建项目尚需投资50.99亿元；自营项目在建拟建项目投资体量很大，大部分项目投资进展很慢，未来收益实现受当地房地产市场环境和拟入驻企业经营发展影响较大。
2. **资产流动性较弱。**公司资产中存货占比高，资产受限比例较高。
3. **存在短期偿债压力。**公司债务规模持续增长，短期偿付压力较大。截至2020年3月底，公司全部债务52.41亿元，现金短期债务比为0.20倍。
4. **募投项目未来收益存在不确定性。**本期债券发行对公司现有债务结构有一定影响。募投项目预测较乐观，未来收益受项目投资进度、销售进展和宏观经济影响大，存在较大不确定性。

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)	22.45	13.05	2.15	3.36
资产总额(亿元)	54.56	88.37	109.16	124.83
所有者权益(亿元)	21.10	50.18	58.07	58.21
短期债务(亿元)	5.27	3.32	12.05	16.98
长期债务(亿元)	26.05	32.54	28.19	35.43
全部债务(亿元)	31.32	35.86	40.24	52.41
营业收入(亿元)	3.91	7.93	9.77	3.48
利润总额(亿元)	1.49	1.12	1.32	0.09
EBITDA(亿元)	1.80	1.52	1.87	--
经营性净现金流(亿元)	-5.58	-5.59	0.41	-6.29
现金收入比(%)	90.75	100.58	137.28	95.12
营业利润率(%)	13.44	13.55	14.05	14.12
净资产收益率(%)	6.91	2.01	2.08	--
资产负债率(%)	61.32	43.22	46.81	53.36
全部债务资本化比率(%)	59.74	41.68	40.93	47.38
流动比率(%)	910.48	2057.02	457.84	365.90
速动比率(%)	438.95	385.87	29.21	48.95
经营现金流动负债比(%)	-96.91	-140.57	2.04	--
现金短期债务比(倍)	4.26	3.93	0.18	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	1.08	0.69	0.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.41	23.56	21.49	--

公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	54.51	88.13	105.39	118.89
所有者权益(亿元)	21.06	49.96	57.73	57.91
全部债务(亿元)	31.32	35.86	38.44	48.62
营业收入(亿元)	3.87	7.87	7.65	3.47
利润总额(亿元)	1.50	1.14	1.17	0.12
资产负债率(%)	61.36	43.30	45.22	51.29
全部债务资本化比率(%)	59.79	41.78	39.97	45.64
流动比率(%)	781.23	1857.44	434.33	351.83
经营现金流动负债比(%)	-96.04	-157.13	15.07	--

注：长期应付款中有息债务已计入长期债务；2020 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020.08.26	马玉丹 韩晓罡	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	阅读全文
AA	稳定	2019.11.12	孙宏辰 韩晓罡	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、准确性和完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

2021年第一期衡阳高新投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）原名衡阳高新投资有限公司，由衡阳市高新技术产业开发区管理委员会（2015年11月更名为衡阳高新技术产业开发区管理委员会，以下简称“高新区管委会”）于2015年8月出资设立，初始注册资本3.00亿元。2015年和2016年，高新区管委会分三次向公司货币注资。2020年2月变更为现名。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，高新区管委会为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：符合国家法律法规和政策的产业项目、城市建设项目进行投资及经营；土地资源综合开发利用；运营管理政府授权的国有资产、城市资源和财政性建设资金（不得从事吸收存款、集资贷款、受托贷款、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；自有房屋租赁；建材、苗木销售；房地产开发经营；城镇化建设；城市基础设施建设；市政设施管理；物业管理；物业清洁、维护。（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）

截至2019年底，公司内设综合部、人力资源部、财务部、投融资部、资产部、工程部共6个职能部门，拥有纳入合并范围内子公司6家。

截至2019年底，公司资产总额109.16亿元，所有者权益58.07亿元（其中少数股东权益0.26亿元）；2019年，公司实现营业收入9.77亿元，利润总额1.32亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额124.83亿元，所有者权益58.21亿元（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3.48亿元，利润总额0.09亿元。

公司注册地址：湖南省衡阳市高新区解放大道11号开发区管委会院内；法定代表人：朱章金。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2021年第一期衡阳高新投资（集团）有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币7.00亿元，其中基础发行额为3.50亿元，弹性配售额为3.50亿元，期限为5+2年，在本期债券存续期第5年末设有公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司有权选择将回售的债券进行转售或予以注销。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在本期债券存续的第3~7年，每年偿还本金的20%。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金上限为7.00亿元，如未行使弹性配售选择权，则发行规模为3.50亿元，其中2.10亿元用于陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）（以下简称“募投项目”），1.40亿元用于补充流动资金；如行使弹性配售选择权，则发行规模为7.00亿元，其中4.20亿元拟用于募投项目，2.80亿元用于补充流动资金。

（1）募投项目概况

本期债券部分募集资金将用于陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）工程，募投项目位于衡阳市高新区内，具体四至范围为：衡阳市第三人民医院以南，衡州大道以北，南

华大学（新校区）以西，市政道路以东；建设内容主要包括安置房、配套商业、配套用房、停车场建设等。

（2）募投项目资金来源

募投项目计划总投资 104429.02 万元。其中，工程费用 70635.04 万元，工程建设其他费用 19221.17 万元，预备费 4492.81 万元，建设

期利息 10080.00 万元。其中，在行使弹性配售选择权的情况下，拟使用本期债券募集资金 42000.00 万元（占项目总投资比例 40.22%），剩余部分由公司自筹。

（3）项目审批情况

截至目前，募投项目已经获得相关主管部门的批复，具体批复文件见表 2。

表 2 募投项目批复文件获取情况

批准文件	批准文号	日期
《建设项目选址意见书》	衡规选字（2018）017号	2018年04月05日
《关于陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）的用地预审意见》	衡国土预审字（2018）66号	2018年08月28日
《关于衡阳高新投资有限公司“陆家新区棚户区改造—二塘安置小区”建设项目环评报告表的审批意见》	衡高新环函字（2018）23号	2018年12月28日
《关于陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）节能报告的批复》	衡发改审（2019）21号	2019年01月31日
《关于“陆家新区棚户区—二塘安置小区建设项目”可行性研究报告的批复》	衡高新发（2019）69号	2019年04月15日
关于《陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）》社会稳定风险评估报告的批复	衡高新发（2019）65号	2019年04月23日

资料来源：公司提供

（4）项目进度

募投项目建设工期预计为 2 年，2019 年 7 月启动项目前期工作，至 2021 年 6 月进行竣工验收。截至 2020 年 3 月底，募投项目前期选址、用地预审、环评及发改委批复等各种报批手续已经办理完成，项目前期勘察设计、场地整形以及道路施工准备工作正在推进。截至 2020 年 3 月底，项目建设进度为 5%。受资金到位进度影响，项目实际进度晚于预期。

（5）项目经济效益

募投项目收入主要包括安置房销售收入、配套商业销售收入和停车位出租收入等。

根据北京市宾克工程咨询股份有限公司出具的《衡阳高新投资有限公司陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），项目运营期内（2021—2034 年）预计可实现安置房销售收入 116398.07 万元，配套商业销售收入 24658.52 万元，停车位出租收入 13510.32 万元，共计 154566.91 万元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 3 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7

GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，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

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长

-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，

涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿元，较上年同期多增 1.76 万亿元；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收

窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投

资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质

量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业与区域经济环境

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4 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

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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. 区域经济环境

公司是衡阳高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，其经营与发展受区域经济影响较大。近年来，衡阳市经济和财力稳步发展，衡阳高新区经济保持增长，公司经营的外部环境良好。

衡阳市概况

衡阳市为湖南省地级市，位于湖南省中南部，湘江中游，衡山之南，总面积 15310 平方公里，是湖南的第二大城市。2019 年底，全市常住人口 730.06 万人。衡阳市辖雁峰区、石鼓区、珠晖区、蒸湘区、南岳区 5 个市辖区，衡阳县、衡南县、衡山县、衡东县、祁东县 5 个县，代管耒阳市、常宁市 2 市，并设有 1 个国家级高新技术产业开发区（衡阳高新区）和 1 个省级经济开发区（衡阳松木经济开发区）。

根据《衡阳市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，衡阳市地区生产总值分别为 3132.48 亿元、3046.03 亿元和 3372.68 亿元；按可比价格计算，2019 年同比增长 8.1%。2019 年，衡阳市第一产业增加值 380.08 亿元，增长 2.9%，第二产业增加值 1091.61 亿元，增长 8.1%，第三产业增加值 1900.99 亿元，增长 9.2%，三次产业结构为 11.2: 32.4: 56.4；按常住人口计算，人均地区生产总值 46379 元，增长 7.4%。

2017 年，衡阳市全年固定资产投资为 2282.18 亿元。2018—2019 年，衡阳市固定资产投资分别比上年增长 10.3% 和 11.8%。分投资方向看，2019 年民生投资增长 24.4%，生态投资增长 25.8%，基础设施投资增长 1.9%，高新技术产业投资增长 81.7%，工业技改投资增长

48.6%。

根据《衡阳市预算执行情况》，2017—2019年，衡阳市地方财政收入呈增长趋势，分别为252.01亿元、264.69亿元和270.06亿元，其中一般公共预算收入分别完成162.41亿元、161.35亿元和170.2亿元。2017—2019年，衡阳市税收收入分别为90.74亿元、103.37亿元和110.4亿元，税收收入分别占一般公共预算收入的55.87%、64.07%和64.86%，占比逐年提高。2017—2019年，衡阳市政府性基金收入逐年增长，分别为202.78亿元、241.79亿元和269亿元。截至2019年底，衡阳市全口径债务余额2185.75亿元，其中政府债务663.37亿元，隐性债务1096.91亿元，其他需要关注类债务425.47亿元。

根据《衡阳市2020年1—6月统计月报》，衡阳市2020年1—6月完成地区生产总值1592.97亿元，同比增长1.7%；实现地方一般公共预算收入71.34亿元，同比下降8.9%。

衡阳高新技术产业开发区概况

1992年经湖南省人民政府批准成立衡阳高新区，2012年8月19日经国务院批准升级为国家级高新区。高新区位于衡阳市城区的西南部，规划面积137平方公里，划分为核心区、白沙洲工业园区、衡山科学城等。其中核心区规划面积为43.35平方公里，定位为衡阳市的政治经济文化生活中心。

根据2018年《衡阳高新技术产业开发区预算执行情况》，2018年，衡阳高新区一般公共预算收入为20.82亿元，同比增长5.0%，其中税收收入17.04亿元，税收占比81.84%，税收收入占比较高。2018年，衡阳高新区政府性基金收入为32.05亿元，主要为土地使用权出让收入。

根据衡阳高新区管委会公布的《2019年1—12月主要经济指标运行情况》，2019年，衡阳高新区经济保持增长，全区地区生产总值为168.78亿元，较上年增长9.0%。其中，第二产业为19.85亿元，较上年增长6.4%；第三产业

为184.93亿元，较上年增长9.4%。固定资产投资保持较快增速，2019年，衡阳高新区固定资产投资较上年增长15.2%，其中第二产业较上年增长193.8%，第三产业较上年增长9.0%。2019年，衡阳高新区完成一般公共预算收入19.39亿元，较上年下降6.9%。

五、基础素质分析

公司是由衡阳高新区管委会出资设立，是高新区核心区范围内唯一的基础设施建设主体，持续得到了当地政府在资本注入和政府补助方面的支持。

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，高新区管委会为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是衡阳高新区重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，承担着衡阳高新区核心区范围内的基础设施工程项目的建设管理及棚户区改造任务。

衡阳高新区其他基础设施建设主体有衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“衡阳白沙投”）、衡阳市衡山科学城投资开发有限公司（以下简称“衡科投”），其中衡阳白沙投作为白沙洲工业园区内的城市基础设施开发建设主体，负责白沙洲工业园区范围内的基础设施建设、安置房建设、土地开发整理等。衡科投负责衡山科学城范围内的基础设施开发建设等。公司目前主要业务集中在核心区范围。衡阳高新区基础设施建设主体业务区域划分较明确。

3. 人员素质

截至2020年3月底，公司拥有高级管理人员7名，包括董事长1名，副董事长1名，总

经理 1 名、副总经理 3 名和财务总监 1 名。

朱章金，男，1965 年 7 月出生，汉族，湖南衡阳县人，中共党员，本科学历。1988 年 8 月参加工作，会计职称。历任衡阳市财政局预算科预算总会计、副科长，衡阳高新区财税局局长、市国有资产管理副局长、中共衡阳高新区工委委员、纪工委书记。现任公司党委书记、董事长。

龙武星，男，1974 年 8 月出生，汉族，本科学历，常宁县人。历任衡东县人民政府县长助理（挂职），衡阳市城市建设投资有限公司董事、副总经理，2019 年 8 月至今任公司总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司共有在职员工 168 人。从年龄分布来看，30 岁以下的人员占 24.40%，31~50 岁的人员占 60.72%，51 岁及以上的人员占 14.88%；从文化程度来看，大专及以上学历人员占 23.81%，本科人员占 62.50%，研究生及以上人员占 13.69%。

总体看，公司高级管理人员管理经验较为丰富，员工素质较高，基本能满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

公司成立以来，持续得到了当地政府多方面的支持。

资本注入

2016 年，高新区管委会注入现金 9.64 亿元，公司计入“资本公积”；2017 年，根据《关于向衡阳高新投资有限公司补充资本公积的通知》，高新区管委会拨付土地返还款 6.17 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”；2018 年，根据《关于向衡阳高新投资有限公司补充资本公积的通知》，高新区管委会注入土地返还款 27.87 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”；2019 年，高新区管委会注入土地返还款 6.68 亿元，计入“资本公积”。截至 2019 年底，公司资本公积 50.35 亿元。

政府补助

2017 年，公司收到衡阳市财政局用于陆家新区棚户区改造的专项资金 0.82 亿元，计入“递延收益”；同年，公司收到基础设施建设补助 1.36 亿元，计入“其他收益”。2018 年，公司收到衡阳市财政局用于陆家新区棚户区改造的专项资金 0.06 亿元，征地拆迁补助 0.67 亿元，均计入“递延收益”；同年，公司收到陆家新区棚户区改造补贴 0.70 亿元，计入“其他收益”。2019 年，公司收到自建项目、代建项目及管委会预算资金共计 2.13 亿元，计入“递延收益”；同年，公司收到陆家新区棚户区改造补贴 0.91 亿元和南华小学补助资金 0.10 亿元，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：430408000001767），截至 2020 年 10 月 13 日，公司本部无已结清和未结清的关注类或不良类信贷信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构及内部组织结构能够满足经营需要，管理制度较为健全。

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》和其他有关规定制定公司章程。公司不设股东会，由高新区管委会行使股东会职权。

公司设立董事会，董事会是公司的最高决策机构，由 7 人组成，成员由高新区管委会指定。董事每届任期三年，可连选连任。董事会设董事长 1 名。

公司设立监事会，由 5 人组成，包括监事会主席 1 名，由高新区管委会指定。公司监事中，2 名职工监事由公司职工代表大会、职工大会选举产生；3 名非职工监事由高新区管委会指定产生。监事每届任期三年，可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事会任命，对董事会负责，负责公司的日常经营和管理工作，并

组织实施董事会决议。

2. 管理水平

公司本部内设综合部、人力资源部、财务部、投融资部、资产部、工程部共6个职能部门；为规范公司运作，公司制定了一系列管理制度，覆盖公司业务经营的各个方面。

会计核算和财务管理方面，公司参照企业会计准则的要求，制定了较完整的财务内控制度。近年来，公司会计核算和财务管理严格按照相关制度执行。

风险控制方面，为提高风险管理水平，确保内部控制制度有效执行，公司制定了内部控制监督管理相关制度，对内部控制制度的落实进行定期和不定期检查。监督检查部门于年度结束后向董事会提交年度内部控制检查监督工作管理报告，如发现公司存在重大异常情况，可能或已经造成损失的，应立即报告董事会及监事会，董事会应立即提出切实可行的解决措施。

重大事项决策方面，公司建制定了董事、监事和高级管理人员相应的议事规则，规范各部门工作内容、职责和权限。公司发生日常经营及财务预算外的重大事项，需要向相关职能部门报告，相关职能部门再向主要领导汇报，经主要领导批准后，再提交有权机构审议。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，随着房屋销售结转及部分土地整

理项目完成收储，公司营业收入明显增长，且房屋销售业务毛利率较高，拉升了公司主营业务毛利率水平。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 3.91 亿元、7.93 亿元和 9.77 亿元。2018 年同比大幅增长，主要来自基础设施建设收入增长；2019 年公司新增房屋销售业务，收入规模进一步增长。2017—2019 年，公司土地整理收入持续上升，分别为 3.53 亿元、4.79 亿元和 5.06 亿元，系每年整理和移交的土地规模稳步增长。同期，公司基础设施建设项目收入大幅波动，分别为 0.34 亿元、3.08 亿元和 2.55 亿元，系受项目建设进度影响，移交项目规模有所波动。2019 年，公司新增房屋销售收入 2.02 亿元，主要系子公司衡阳高新投置业有限公司（以下简称“高新置业”）开发的创客谷和文创谷项目销售并结转所致。公司其他收入为文化广告收入及基金收入等，收入不断增长，但占比很小，对收入和利润影响较小。

毛利率方面，受公司业务模式影响，2017—2019 年公司土地整理业务毛利率和基础设施建设业务毛利率稳定在 14.17%；公司新增的房屋销售业务毛利率为 18.87%；公司其他业务毛利率持续下降。受上述因素影响，近三年公司综合毛利率小幅波动，分别为 14.90%、14.61% 和 15.61%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.48 亿元，主要为土地整理收入；公司综合毛利率 14.48%。

表 5 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			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	收入	占比	毛利率
土地整理	35254.99	90.28	14.17	47901.53	60.40	14.17	50607.95	51.80	14.17	34660.39	99.49	14.17
基础设施建设	3424.87	8.77	14.17	30814.17	38.85	14.17	25532.46	26.13	14.17	--	--	--
房屋销售	--	--	--	--	--	--	20240.58	20.72	18.87	--	--	--
其他业务	372.52	0.95	90.70	593.54	0.75	73.22	1325.82	1.36	49.07	176.17	0.51	76.96
合计	39052.38	100.00	14.90	79309.24	100.00	14.61	97706.81	100.00	15.61	34836.56	100.00	14.48

注：其他业务收入包括文化广告收入和基金收入等；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地整理

公司与高新区管委会签订土地开发协议，自筹资金进行土地开发，每年按照高新区管委会审定的土地整理成本加成一定比例确认为土地整理收入。近年来，公司土地整理收入保持增长。

公司按照高新区管委会的安排和指导，有序对高新区范围内土地进行开发整理，具体内容包括征地、拆迁、周边配套设施投入等一切与土地征迁整理开发安置相关的工作。

根据公司与高新区管委会签订的《高新区项目建设及土地整理开发协议书》，公司受高新区管委会委托，对高新区范围内配置用地进行土地整理。土地整理成本需公司自筹资金解决，成本费用包括土地征收、房屋拆迁安置、迁坟补偿、杆线迁移、构筑物补偿、工作经费、

奖励经费、周边配套设施投入等一切与土地征迁整理开发安置相关的费用。高新区管委会委托衡阳市审计局对公司年度土地整理开发投入进行评审，确认公司土地整理成本，并按照投资成本一定比例（一般为 20%）支付土地整理项目收益（含税）。在土地整理完成后，再由衡阳市土地整理中心实施后续土地出让手续。高新区管委会在确认土地成本一个月之内向公司支付土地整理成本和收益。若土地整理周期较长，则每年会在年度评审后支付公司已实际支出的土地整理成本和收益。

2017—2019 年，公司土地整理收入分别为 3.53 亿元、4.79 亿元和 5.06 亿元。近年来，公司土地整理收入持续增长，主要由于整理、移交土地面积增加。2017—2019 年，公司土地整理业务主要完成项目情况见下表。

表 6 2017—2019 年公司土地整理业务主要完成项目情况（单位：万元、亩）

位置	整理期间	回款期间	总投资额	面积	已确认收入	已回款金额
华兴街道新桥村	2016.01—2017.03	2016.09—2018.01	6806.07	11.54	8167.28	8167.28
华兴街道新桥村、雨母山乡湘桂村	2017.01—2018.06	2017.09—2019.12	16978.62	30.08	20374.34	20374.34
华兴街道新桥村	2017.01—2017.12	2017.12—2018.12	20801.76	37.81	24962.11	24962.11
华兴街道新桥村	2017.04—2017.06	2017.06—2018.11	15735.12	26.67	18882.14	18882.14
华兴街道新桥村、互助村、农场村、长胜村；雨母山乡湘桂村	2018.01—2018.03	2018.05—2019.12	16453.99	28.64	19744.79	19744.79
华兴街道新桥村、雨母山乡二塘村	2017.04—2017.06	2017.11—2018.12	10586.38	18.04	12703.66	12703.66
华兴街道长胜村	2017.07—2017.09	2017.09—2018.11	17653.13	29.19	21183.76	21183.76
合计	--	--	105015.07	181.97	126018.08	126018.08

注：部分零星项目未统计
资料来源：公司提供

受开发节奏及政府规划影响，2019 年，公司土地整理业务投入金额合计 4.19 亿元，较上年下降 23.87%；同期，公司实现回款 5.06 亿元，回款情况较好。2020 年 1—3 月，公司土地整理业务确认收入 3.47 亿元；同期，土地整理业务实现回款 2.20 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司正在整理的土地项目 36 项，均已签订协议，预计总投资 7.15 亿元，已投 3.67 亿元，未来投资压力不大。公司无拟开发土地。

基础设施建设

公司受高新区管委会委托，负责衡阳高新区范围内的基础设施建设，按照成本加成确认代建收入，近三年收入有所波动，目前在建项目投资规模较大，存在资金支出压力。

公司按照高新区管委会的安排和指导，对高新区建设项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并享有代建项目的收益权。此外，公司也承担了区域内的安置房建设任务，通过对棚户区进行拆迁改造，将安

置房进行定向销售。

根据公司与高新区管委会签订的《高新区项目建设及土地整理开发协议书》，公司受高新区管委会委托，对高新区项目进行建设，成本包括项目可研、环评、能评、工程勘察、工程设计等前期费用、工程监理费用、工程管理费用、建安工程结算费用等。公司需自行筹措项目建设资金。除所发生的实际成本外，高新区管委会按项目投资总额的一定比例（一般为20%）支付项目收益（含税）。在项目完工后的30个工作日内，由管委会组织验收并由公司进行移交；在项目验收后的30个工作日内，高新区管委会委托衡阳市审计局对工程造价进行决算，并依据审计结果支付公司工程款。

2017—2019年，公司基础设施建设收入分别为0.34亿元、3.08亿元和2.55亿元，均来自

代建业务收入，受公司项目推进和移交进度影响有所波动。

截至2020年3月底，公司未结算的基础设施开发成本（含土地整理业务成本）共计24.38亿元，主要包括棚户区改造项目建设、道路桥梁建设、学校建设及绿化工程、管道工程、配电工程、路面修补工程等。

截至2020年3月底，公司在建项目有主要有互助棚户改造基础设施项目、陆家片区棚户区改造项目等，项目总投资71.42亿元，已投资20.42亿元，2020年4—12月及2021年预计分别投资17.01亿元和1.49亿元。截至2020年3月底，公司拟建代建项目有蒸水风光带三期、南华科技园路网和蒸水路南延项目，计划总投资16.44亿元，分4年投资完成。公司未来存在一定的资本支出压力。

表7 截至2020年3月底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期	总投资	已投资	投资计划	
				2020年4—12月	2021年
新桥棚户区改造安置小区	2017.08 - 2020.12	65780.00	16724.68	12100.00	--
互助棚户改造基础设施项目	2016.08 - 2021.12	139696.00	59617.69	40000.00	12406.20
金柘片区建设项目	2017.01 - 2020.09	69906.00	10736.33	19000.00	--
陆家片区棚户区改造项目	2016.04 - 2020.12	160300.00	30490.11	22000.00	--
二塘安置片区建设项目	2016.01 - 2020.09	97950.00	13514.96	25000.00	--
杨柳立交桥棚户区改造	2017.02 - 2020.12	20360.00	13397.44	1500.00	--
金星安置房项目	2017.07 - 2020.07	28500.00	833.27	12000.00	--
蒸水建设项目	2016.01 - 2020.12	9200.00	8226.51	1100.00	--
蒸潭路-银星路道路建设	2017.05 - 2020.12	9600.00	7625.46	700.00	--
曙光西路-杨柳西建设	2017.05 - 2020.11	8470.00	4648.14	1786.60	--
湘桂七、九、十组项目	2016.09 - 2020.08	17250.00	2085.30	4410.00	--
麻光-麻钢线路杆线搬迁	2017.08 - 2020.09	5860.00	5754.00	437.60	--
南华小学扩建工程	2017.12 - 2020.08	2100.00	1817.86	343.20	--
衡州大道西延排水改造	2017.09 - 2020.12	5650.00	1701.41	1873.00	--
临水施工项目	2018.01 - 2020.09	14910.00	12970.83	690.00	--
解放路-长丰路段	2018.09 - 2021.07	9800.00	4393.49	3480.20	2500.00
华新时代小区项目建设	2017.03 - 2020.12	8200.00	16.02	4179.00	--
柿江河雁鸣溪挡水工程	2017.08 - 2020.08	12600.00	2332.46	7083.80	--
平湖提质改造	2018.03 - 2020.12	2100.00	783.06	613.80	--
祝融扩建	2018.08 - 2020.09	7400.00	3900.36	2000.00	--
衡阳市中心新建工程	2018.09 - 2020.12	9100.00	2116.88	4075.20	--
长胜小组建设项目	2016.06 - 2020.12	9429.00	545.90	5713.60	--
合计	--	714161.00	204232.17	170086.00	14906.20

注：二塘安置片区建设项目目前仍处于项目代建模式阶段，计划在完成土地整理和建设完配套基础设施后进行自营；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

自营项目

公司通过摘牌储备了较大规模的商住及工业用地，并自主进行商业开发投建创业基地、商会大厦、电商中心等自营项目。公司自营项目总投资规模很大，存在很大的投资压力和资本支出压力，计划以出租或出售方式实现收益，但目前投资进度缓慢，后续项目运营及投资平衡情况值得关注。

截至 2020 年 3 月底，公司在建自营项目总投资 157.47 亿元，已完成投资 16.29 亿元，尚需投资 141.19 亿元，不考虑国际会展中心项目

（因建设计划发生变更，暂停建设）外尚需投资 91.64 亿元，公司投资压力很大。上述项目用地均系公司通过自有资金摘牌获取，截至 2020 年 3 月底，公司通过招拍挂取得的商住用地及工业用地账面价值 60.18 亿元，体现在“存货—土地资产”。

公司通过摘牌取得自营项目土地，自筹资金建设创业基地、商会大厦、电商中心等自营项目，引入高新企业等入驻，待项目建设完工后采用出租或销售等方式实现收益。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	未来投资计划		
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
衡阳高新区科技创新基地（创新创业服务平台）	2017.06 - 2022.06	160000.00	71304.10	73000.00	40000.00	30842.99
衡阳高新区虚拟大学城	2016.03 - 2020.12	70000.00	29613.97	20386.03	12000.00	8000.00
新兴金融中心	2017.05 - 2021.06	78000.00	27052.11	48265.89	28000.00	22000.00
电商中心	2017.08 - 2020.12	23000.00	13732.19	10565.81	6000.00	4000.00
国际会展中心	2017.06 - 2024.09	496000.00	523.69	55476.31	25000.00	15000.00
总部基地	2018.06 - 2021.04	630728.30	20391.51	22608.49	15000.00	5000.00
商会大厦	2019.02 - 2022.12	117000.00	234.18	42185.82	25000.00	15000.00
合计	--	1574728.30	162851.75	459043.26	519990.30	74842.99

注：国际会展中心项目因建设计划发生变更，暂停建设；科创基地二期项目为衡阳高新区科技创新基地（创新创业服务平台）子项目
资料来源：公司提供

衡阳高新区科技创新基地项目由子公司高新置业负责开发建设，位于高新区陆家新区，主要用于新区科技创新服务平台建设与创新型孵化。项目工期自 2017 年至 2022 年，项目总投资 16.00 亿元。

总部基地项目全称为“衡阳国家级高新技术产业开发区总部基地项目”，由子公司高新置业负责开发建设，项目位于高新区核心区，规划用地面积 241.21 亩，总建筑面积 70.57 万平方米，该项目业态有商业、物业、酒店式公寓、车位及相关配套等，项目建设周期为 2019 年至 2021 年，因疫情等原因，项目建设有所滞后。该项目总投资 63.07 亿元。

商会大厦项目为子公司高新置业负责的项目，该项目位于高新区核心区，规划用地面积

50.17 亩，总建筑面积 13.13 万平方米，业态为商业、公寓、车库、停车场以及区内给排水、供配电、景观绿化、道路广场硬化等配套设施等，项目工期自 2019 年至 2022 年，因规划等其他原因建设有所滞后。该项目总投资 11.70 亿元。

公司自营项目的经济效益受当地房地产市场环境和拟入驻企业经营发展等因素影响较大，资金回笼周期较长，未来是否可顺利实现预期收益有待观察。

房屋销售业务

公司 2019 年新增房屋销售业务，可供出售面积较大，去化压力明显。另外在建拟建项目投资规模很大，公司投资压力很大。

房屋销售业务由子公司高新置业负责，

2019 年，公司在售的项目为创客谷和文创谷，分别确认收入 1.21 亿元和 0.81 亿元；项目主要为住宅和商业，项目总可售面积 54.69 万平方米，截至 2020 年 3 月底，累计销售 3.49 万平方米，已形成预收款 3.87 亿元，剩余可售面积 51.19 万平方米，规模较大，需关注其去化压力。除创客谷和文创谷外，公司在建房产项

目还有创星谷、科创谷和现代城等项目，拟建项目有高新国际城项目。

截至 2020 年 3 月底，公司房屋销售业务在建项目总投资 50.19 亿元，已完成投资 8.89 亿元，尚需投资 41.30 亿元；公司拟建的高新国际城项目计划总投资 80.00 亿元。公司未来存在较大的资金支出压力。

表 9 截至 2020 年 3 月底公司房屋销售在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	未来投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
高新未来城 创星谷	2018—2021	3.80	1.20	1.29	1.31	--
高新未来城 创客谷	2018—2021	9.20	2.40	2.59	4.21	--
高新未来城 文创谷	2019—2021	10.00	2.60	3.42	3.98	--
高新未来城 科创谷	2019—2022	5.10	2.60	0.87	0.82	0.82
现代城一期	2019—2022	15.69	0.05	6.85	5.55	3.23
现代城二期	2019—2022	6.40	0.05	2.39	2.44	1.53
在建项目小计	--	50.19	8.89	17.41	18.30	5.58
高新国际城	2020—2023	80.00	0.00	23.10	18.10	12.70
拟建项目小计	--	80.00	0.00	23.10	18.10	12.70
合计	--	130.19	8.89	40.51	36.40	18.28

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

其他业务

公司其他业务收入包括文化广告收入、基金收入等。2017—2019 年及 2020 年 1—3 月，公司其他业务收入分别为 372.52 万元、593.54 万元、1325.82 万元和 176.17 万元，收入规模较小，对公司收入和利润的影响有限。

3. 未来发展

未来，公司将继续围绕衡阳市政府及衡阳高新区的总体规划，以衡阳高新区的基础设施、棚户区改造项目建设为重点，提高区域基础设施服务水平，改善居民的宜居环境，促进区域产业升级转型，把衡阳市高新区建设成为技术领先、环境优美、文化深厚、产业特色鲜明、辐射华南北部地区（湘中南、赣南、粤北、桂北地区）的高新技术产业聚集区。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 6 家，其中 2017 年新增子公司 3 家，2018 年新增子公司 2 家，2019 年新增子公司 1 家，2020 年一季度无变化。公司新增子公司资产规模很小，公司财务报表的可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 109.16 亿元，所有者权益 58.07 亿元（其中少数股东权益 0.26 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 9.77 亿元，利润总额 1.32 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 124.83 亿元，所有者权益 58.21 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 3.48 亿元，利润总额 0.09 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，资产中存货占比高，公司资产流动性一般，资产受限

比例较高，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 41.45%。2019 年底，公司资产总额 109.16 亿元，较 2018 年底增长 23.52%，主要系存货大幅上升；从构成来看，公司流动资产占 84.32%，非流动资产占 15.68%。

表 10 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.45	41.16	13.05	14.77	2.15	1.97	3.36	2.69
其他应收款	1.30	2.38	0.70	0.79	2.11	1.94	7.57	6.07
存货	27.15	49.75	66.43	75.17	86.17	78.94	89.95	72.06
流动资产	52.42	96.07	81.77	92.53	92.04	84.32	103.84	83.18
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	4.24	3.88	4.24	3.40
在建工程	1.61	2.96	5.80	6.57	12.46	11.42	16.29	13.05
非流动资产	2.14	3.93	6.61	7.47	17.12	15.68	20.99	16.82
资产总额	54.56	100.00	88.37	100.00	109.16	100.00	124.83	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整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 32.51%。2019 年底，公司流动资产 92.04 亿元，较 2018 年底增长 12.56%，主要系存货有所增长；从构成上来看，公司流动资产主要由存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降，分别为 22.45 亿元、13.05 亿元和 2.15 亿元。2019 年底，公司货币资金较 2018 年底下降 83.56%，主要系公司项目投入；从构成上来看，均为银行存款；公司货币资金中无受限部分。

2017—2019 年，公司应收账款有所波动，分别为 0.49 亿元、0.69 亿元和 0.02 亿元。2019 年较 2018 年底大幅下降，主要系收回应收高新区管委会工程款。公司应收账款账龄均在 1 年以内，账龄很短。

2017—2019 年，公司其他应收款有所波动，分别为 1.30 亿元、0.70 亿元和 2.11 亿元。2019 年较 2018 年底增长 202.21%，主要系往来款规模有所增长。公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 87.99%，整体账龄短；从构成上看，主要

为往来款和保证金。公司应收对象主要为衡科投。

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 78.17%。2019 年底，公司存货 86.17 亿元，较 2018 年底增长 29.72%，主要系公司通过招拍挂获取的土地资产增加和项目开发成本增长；公司存货主要为项目开发成本和土地资产，其中，公司土地资产 60.17 亿元，系通过招拍挂取得的商住用地及工业用地，其中 35.71 亿元土地已抵押，公司目前名下土地主要用于建设自营项目；项目开发成本 21.93 亿元，主要为公司代建项目的开发成本。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 182.66%。2019 年底，公司非流动资产 17.12 亿元，较 2018 年底增长 159.19%，主要系在建工程投入增加和新增其他权益工具投资所致；从构成上来看，公司非流动资产主要为在建工程和其他权益工具投资。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 177.97%。2019 年底，公司在建工

程12.46亿元，较2018年底增长114.79%，主要来自创新创业中心、虚拟大学城、新兴金融中心等自营项目的持续推进。

2019年，公司新增其他权益工具投资4.24亿元，均为非交易性权益工具投资，主要为凌项一号私募证券投资基金。2019年公司权益工具投资尚未取得收益。

截至2020年3月底，公司资产总额较2019年底增长14.35%至124.83亿元。其中流动资产占83.18%，较2019年底变化不大。公司货币资金3.36亿元，较2019年底增长56.72%，主要系发债融资所致；其他应收款7.57亿元，较2019年底增长258.12%，主要系衡阳市众融科技技术有限公司（衡科投子公司）、衡科投借款增加所致；在建工程16.29亿元，较2019年底增长30.65%，主要系自建项目投资增加所致。

截至2020年3月底，公司受限资产账面价值为42.52亿元，占资产总额的比重为34.06%，受限比例较高。公司受限资产主要为存货（40.77亿元）、固定资产（0.37亿元，为贷款抵押的房产）和在建工程（1.37亿元）。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益增长较快，以土地返还款构成的资本公积为主；公司债务规模持续增长，整体债务负担一般。未来随着在建项目的持续投入，公司的债务负担或将加重。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长65.88%。2019年底，公司所有者权益合计58.07亿元，较2018年底增长15.72%，主要由实收资本（占5.17%）、资本公积（占86.72%）和未分配利润（占6.92%）构成。

2017—2019年，公司实收资本均为3.00亿元，全部为高新区管委会出资。

2017—2019年，公司资本公积快速增长，年均复合增长78.47%。2019年底，公司资本公积50.35亿元；从构成上看，包括2016年高新区管委会注入的现金9.64亿元、2017年高新区管

委会拨付的土地返还款6.17亿元、2018年高新区管委会注入的土地返还款27.87亿元和2019年高新区管委会注入的土地返还款6.68亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益58.21亿元，规模和构成较2019年变化不大。

负债

2017—2019年，公司负债规模持续增长，年均复合增长23.58%。2019年底，公司负债总额51.10亿元，较2018年底增长33.78%，主要来自短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的上升，其中流动负债占39.34%，非流动负债占60.66%，公司负债以非流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债有所波动，分别为5.76亿元、3.98亿元和20.10亿元。2019年底，公司流动负债较2018年底增加16.13亿元，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的上升；流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017和2019年，公司短期借款分别为1.00亿元和4.55亿元。2019年底，公司短期借款均为抵押土地和房产获得的借款。

2019年，公司新增预收账款2.36亿元，系公司新增房屋销售业务形成的预收售房款。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长2422.15%。2019年底，公司其他应付款4.12亿元，较2018年底增加4.11亿元，主要系公司往来款规模增长。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，分别为4.27亿元、3.32亿元和7.50亿元。2019年底，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款3.13亿元和一年内到期的长期应付款4.37亿元。

2017—2019年，公司非流动负债有所波动，分别为27.70亿元、34.22亿元和30.99亿元，2019年底较2018年底下降9.43%，主要系长期应付款的下降；从构成上来看，非流动负债主要由长期借款（占64.21%）和长期应付款（占

26.75%) 构成。

2017—2019年，公司长期借款持续增长，年均复合增长31.20%。2019年底，公司长期借款19.90亿元，较2018年底增长0.81%，包括11.70亿元质押借款¹、5.33亿元抵押借款和6.00亿元保证借款。其中质押借款主要以公司未来陆家片区的棚改建设收入进行质押，抵押借款以公司土地进行抵押。

2017—2019年，公司长期应付款持续下降，年均复合下降24.35%。2019年底，公司长期应付款8.29亿元，较2018年底下降35.22%，系公司部分融资租赁款调整至一年内到期的非流动负债；从构成上看，公司长期应付款均为融资租赁款，已纳入长期债务核算。

2017—2019年，公司全部债务持续增长，分别为31.32亿元、35.86亿元和40.24亿元。2019年底，公司全部债务较2018年底增长12.22%，系短期债务的增长；其中，短期债务12.05亿元（占29.95%，较2018年底增长20.69个百分点），长期债务28.19亿元（占70.05%）。

债务指标方面，2017—2019年，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呈下降趋势，2019年底，上述指标分别为46.81%、40.93%和32.68%。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
短期债务	5.27	3.32	12.05
长期债务	26.05	32.54	28.19
全部债务	31.32	35.86	40.24
资产负债率	61.32	43.22	46.81
全部债务资本化比率	59.74	41.68	40.93
长期债务资本化比率	55.24	39.34	32.68

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债较 2019 年底增长 30.37%至 66.61 亿元。其中，流动负债占 42.60%，较 2019 年底变化不大。公司短期

¹ 根据公司提供的质押借款合同，高新区管委会以政府购买服务的方式委托公司进行陆家片区的棚改建设（包括新桥、二塘、互助棚户区等），约定分 8 年向公司支付项目款（目前已转为代建模式）。公司以该项目应收高新区管委会款项向中信银行衡阳分行进行了质押借款

借款 8.05 亿元，较 2019 年底增长 76.92%，主要系公司抵押借款规模增长；预收款项 3.87 亿元，较 2019 年底增长 63.63%，主要系预收房款增加；其他应付款 5.71 亿元，较 2019 年底增长 38.53%，主要系往来款增加所致；公司新增应付债券 6.42 亿元，为公司 3 月发行的“20 衡高新”。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 52.41 亿元，较 2019 年底增长 30.23%。其中短期债务占比提升至 32.39%。公司全部债务中 1 年内到期 16.98 亿元、1~2 年到期 2.73 亿元、2~3 年期 13.34 亿元，其他均于 3 年及以后到期。截至 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分别为 53.36%、47.38%和 37.84%，分别较年初增加 6.56 个百分点、6.44 个百分点和 5.15 个百分点。

4. 盈利能力

随着土地整理移交面积的增加以及房屋销售结转，近年来公司收入规模明显增长，利润对政府补贴的依赖性较大。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 58.18%。2019 年，公司实现营业收入 9.77 亿元，同比增长 23.20%；同期，营业成本 8.25 亿元，同比增长 21.75%。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	3.91	7.93	9.77
营业成本	3.32	6.77	8.25
其他收益	1.36	0.70	1.01
利润总额	1.49	1.12	1.32
营业利润率	13.44	13.55	14.05
总资本收益率	3.34	1.61	1.78
净资产收益率	6.91	2.01	2.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司期间费用持续增长，分别为 3733.50 万元、5606.04 万元和 9766.58 万元，2019 年，公司期间费用同比增长 74.22%，主要系营业费用和财务费用上升。近三年，公

司期间费用占营业收入的比重分别为 9.56%、7.07%和 10.00%，公司期间费用控制能力较强。

2017—2019 年，公司其他收益为 1.36 亿元、0.70 亿元和 1.01 亿元，均为政府补助。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率较为稳定，分别为 13.44%、13.55%和 14.05%；2017—2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均有所波动，2019 年分别为 1.78%和 2.08%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.48 亿元，利润总额 0.09 亿元。

5. 现金流

受项目回款及往来款流入增加影响，2019 年公司经营活动现金流由净流出转为净流入；公司自营项目投资规模较大，投资活动现金流持续大规模净流出；受土地返还款规模下降的影响，公司筹资活动净流入规模大幅下降，考虑到公司项目投资和债务偿还的资金需求，公司存在较大的融资压力。

从经营活动看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为 5.81 亿元、13.51 亿元和 24.67 亿元，主要来自公司销售商品、提供劳务收到的现金。2017—2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 3.54 亿元、7.98 亿元和 13.41 亿元，主要为公司经营业务收入。2019 年，公司现金收入比为 137.28%，公司收入实现质量好；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款和政府补贴，2017—2019 年分别为 0.90 亿元（2017 年政府补贴计入“收到的税费返还”）、5.54 亿元和 11.25 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 11.39 亿元、19.10 亿元和 24.26 亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，主要为公司项目建设投入和支付往来款的资金。近三年，公司经营活动现金流量净额分别为-5.58 亿元、-5.59 亿元和 0.41 亿元，2019 年公司经营活动现金流量净额由负转正。

表13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	5.81	13.51	24.67
经营活动现金流出量	11.39	19.10	24.26
经营活动净现金流量	-5.58	-5.59	0.41
投资活动净现金流量	-9.98	-34.22	-20.24
筹资活动净现金流量	17.94	30.41	8.93
现金收入比	90.75	100.58	137.28

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2017—2019 年，投资活动现金流出分别为 9.98 亿元、34.22 亿元和 20.24 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，主要由公司支付的土地款和自建项目的投入构成。2017—2019 年，公司投资活动现金净流量分别为-9.98 亿元、-34.22 亿元和-20.24 亿元。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量有所增长，分别为 28.42 亿元、38.46 亿元和 15.12 亿元，主要为取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（高新区管委会注入的土地返还款）。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出有所波动，分别为 10.48 亿元、8.06 亿元和 6.19 亿元，主要以偿还债务本息支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（偿还融资租赁款项）为主。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 17.94 亿元、30.41 亿元和 8.93 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 6.29 亿元，投资活动现金净流出 3.82 亿元，筹资活动现金净流入 11.33 亿元。

6. 偿债能力

从偿债指标来看，公司长短期偿债能力指标均较弱，考虑到公司是衡阳高新区重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，外部支持力度大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率大幅波动，2019 年底公司分别为 457.84%和 29.21%。2019 年公司经营

现金流量净额规模很小，对流动负债保障能力很弱。2020年3月底，公司现金短期债务比为0.20倍，公司短期偿债能力指标弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为1.80亿元、1.52亿元和1.87亿元；全部债务/EBITDA有所波动，分别为17.41倍、23.56倍和21.49倍；EBITDA利息倍数有所波动，2017—2019年分别为1.08倍、0.69倍和0.78倍。

截至2020年3月底，公司对外担保余额合计19.50亿元，对外担保比率为33.43%，被担保方企业为衡阳白沙投。衡阳白沙投为白沙洲工业园区内的城市基础设施开发建总额212.29亿元，所有者权益为80.96亿元，目前经营正常。公司或有负债风险较低。

截至2020年3月底，公司获得银行授信46.30亿元，已使用银行授信36.31亿元，尚未使用银行授信9.99亿元，公司融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产、债务及收入主要来自母公司，母公司债务负担一般。

2019年底，母公司资产总额105.39亿元，其中流动资产80.21亿元，非流动资产25.18亿元。从构成看，流动资产主要为存货，非流动资产主要为长期股权投资和在建工程。

2019年底，母公司所有者权益为57.73亿元，主要为资本公积。

2019年底，母公司负债总额47.66亿元，其中流动负债18.47亿元，非流动负债29.19亿元。流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债，非流动负债主要为长期借款和长期应付款。母公司2019年底资产负债率为45.22%，整体债务负担一般。

2019年，母公司营业收入为7.65亿元，利润总额为1.17亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司债务结构有一定影响，

公司经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖程度较好；分期偿付条款的设置能有效降低公司的集中偿付压力。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过7.00亿元，以上限7.00亿元测算（下同），分别相当于2020年3月底公司长期债务和全部债务的19.76%和13.36%，本期债券发行对公司债务结构有一定影响。

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分别为53.36%、47.38%和37.84%。以2020年3月底财务数据为基础，同时考虑公司已发行的“20衡阳高新01/20衡高01”5.00亿元，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至57.45%、52.53%和44.90%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为1.80亿元、1.52亿元和1.87亿元，分别为本期债券拟发行规模上限的0.26倍、0.22倍和0.27倍，对本期债券保障能力弱；同期公司经营活动现金流入量为5.81亿元、13.51亿元和24.67亿元，为本期债券拟发行规模上限的0.83倍、1.93倍和3.52倍，对本期债券保障能力较好；经营活动净现金流规模很小，对本期债券保障能力极弱。

本期债券设置了分期偿付条款，在债券存续期的第3—7年，每年偿付20%的本金（1.40亿元）。以分期偿付金额上限测算，2017—2019年，公司EBITDA分别为本期债券分期偿付金额上限的1.28倍、1.09倍和1.34倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为本期债券分期偿付金额上限的4.15倍、9.65倍和17.62倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对分期偿付金额保障程度好，分期偿付条款的设置能有效降低公司的集中偿付压力。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募投项目收入主要包括安置房销

售收入、配套商业销售收入和停车位出租收入等。根据北京市宾克工程咨询股份有限公司出具的可行性研究报告，其中安置房销售收入按销售面积 31.89 万平方米、销售单价 3650 元/平方米计算，计划在运营期的第 2—6 年分别销售 25%、25%、20%、15%和 15%，预计可实现安置房销售收入 116398.07 万元；配套商业收入按全部销售考虑，销售单价 12800 元/平方米，计划在运营期的第 2—6 年分别销售 25%、25%、20%、15%和 15%，预计可实现配套商业销售收入 24658.52 万元；停车位出租收入按出租单价 15 元/个·天，每 5 年上涨 5 元/个·天计算，项目共计 1636 个可供出租停车位，计划在运营期的第 2—6 年分别出租 70%、75%、80%、85%和 90%，之后保持 95%的出租率，预计可实现停车位出租收入 5851.98 万元。

在本期债券存续期内（2020—2027 年），募投项目预计可实现各项业务收入共计 146908.57 万元，扣除经营成本及相关税费后项目经营收益合计 120390.36 万元。募投项目产生的项目收益为本期债券募投项目拟用资金本息的 2.20 倍；本期债券设置分期偿付条款，在存续期第 3—7 年（2023—2027 年）每年需支付本金 0.84 亿元，募投项目当期收益分别为当期应兑付本息的 0.07—11.89 倍，部分年度项目当期收益无法覆盖本息；募投项目累计可偿债

收益（当期项目收益+往年累计留存收益-上期应偿还债券本息）对本期债券当年应付本息覆盖倍数分别为 4.33—21.70 倍，项目累计可偿债收益对本息覆盖倍数高。

若同时考虑公司已发行的“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”，募投项目产生的项目收益为两期债券募投项目拟用资金本息的 1.29 倍；两期债券均设置分期偿付条款，在存续期第 3—7 年（2023—2027 年）每年需支付本金 1.44 亿元，募投项目当期收益分别为当期应兑付本息的 0.04—6.94 倍，部分年度项目当期收益无法覆盖本息；募投项目累计可偿债收益（当期项目收益+往年累计留存收益-上期应偿还债券本息）对两期债券当年应付本息覆盖倍数分别为 2.53—12.66 倍，项目累计可偿债收益对本息覆盖倍数高。

此外，可行性研究报告对配套商业收入和停车位出租收入的预测数据较乐观，项目未来收益实现受项目投资进度、销售进展和宏观经济等影响存在不确定性。

总体看，本期债券各年度本息的实际偿付有赖于募投项目收入预期的顺利实现以及公司对项目整体收入的合理调配。此外，本期债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

表 14 陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）项目在债券存续期内收益测算表（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
1	营业收入	146908.57	--	35891.15	35935.93	28927.88	21919.84	21964.63	1134.57	1134.57
1.1	安置房销售收入	116398.07	--	29099.52	29099.52	23279.61	17459.71	17459.71	--	--
1.2	配套商业销售收入	24658.52	--	6164.63	6164.63	4931.70	3698.78	3698.78	--	--
1.3	停车位出租收入	5851.98	--	627.00	671.78	716.57	761.35	806.14	1134.57	1134.57
2	经营成本	6578.3	--	1540.10	1541.00	1259.79	978.57	979.46	139.69	139.69
3	销项税	11978.11	--	2947.21	2949.74	2369.93	1790.13	1792.66	64.22	64.22
4	增值税金及附加	2220.99	--	359.55	341.04	342.14	448.45	439.83	144.99	144.99
5	所得税	5740.81	--	1075.47	1342.43	1121.88	875.04	1139.53	93.23	93.23
6	项目收益	120390.36	--	29968.82	29761.72	23834.14	17827.65	17613.15	692.44	692.44
7	项目累计可偿债收益	--		29968.82	54690.54	73484.68	71872.33	71053.48	54321.92	38598.36

8	本期债券还本付息	54600.00	--	2520.00	2520.00	10920.00	10416.00	9912.00	9408.00	8904.00
8.1	本期债券偿还利息	12600.00	--	2520.00	2520.00	2520.00	2016.00	1512.00	1008.00	504.00
8.2	本期债券偿还本金	42000.00	--	--	--	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00
9	项目收益/本期债券还本付息覆盖倍数	2.20	--	11.89	11.81	2.18	1.71	1.78	0.07	0.08
10	项目累计可偿债收益/本期债券还本付息覆盖倍数	--	--	11.89	21.70	6.73	6.90	7.17	5.77	4.33
11	第一期债券还本付息	39000.00	--	1800.00	1800.00	7800.00	7440.00	7080.00	6720.00	6360.00
11.1	第一期债券偿还利息	9000.00	--	1800.00	1800.00	1800.00	1440.00	1080.00	720.00	360.00
11.2	第一期债券偿还本金	30000.00	--	--	--	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
12	两期债券还本付息	93600.00	--	4320.00	4320.00	18720.00	17856.00	16992.00	16128.00	15264.00
12.1	两期债券偿还利息	21600.00	--	4320.00	4320.00	4320.00	3456.00	2592.00	1728.00	864.00
12.2	两期债券偿还本金	72000.00	--	--	--	14400.00	14400.00	14400.00	14400.00	14400.00
11	项目收益/两期债券还本付息覆盖倍数	1.29	--	6.94	6.89	1.27	1.00	1.04	0.04	0.05
10	项目累计可偿债收益/两期债券还本付息覆盖倍数	--	--	6.94	12.66	3.93	4.03	4.18	3.37	2.53

注：偿还本金为募集资金中用于项目建设部分；测算中经营成本未考虑土地和工程建设成本；假设本期债券2020年发行，2021年开始偿付利息，利率按照6.00%测算

资料来源：北京市宾克工程咨询股份有限公司出具的《衡阳高新投资有限公司陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）可行性研究报告》

十、债权保障措施

1. 担保措施

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中合担保在担保函中承诺，对本期债券不超过7.00亿元本金及其相应票面利息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。中合担保承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

中合担保担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来中合担保担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；中合担保担保业务中城投债担保占比高。截至2019年底，中合担保担保余额837.04亿元，以融资性担保业务为主；中合担保城投债担保余额741.21亿元，占总担保余额的88.55%。

截至2019年底，中合担保资产总额101.94亿元，负债总额21.15亿元，所有者权益80.79

亿元；担保余额837.04亿元。2019年，中合担保实现营业收入10.22亿元，其中已赚保费7.40亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52亿元，实现净利润0.29亿元。

经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中合担保代偿能力极强，风险极低。中合担保详情见《中合中小企业融资担保股份有限公司2020年主体长期信用评级报告》。

中合担保对本期债券不超过7.00亿元本金及其相应票面利息的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

2. 债权保障条款

为切实保护债券持有人的合法权益，公司与华融湘江银行股份有限公司衡阳开发支行（以下简称“华融湘江衡阳开发支行”）签署了《债权代理协议》。根据《债权代理协议》，华融湘江衡阳开发支行作为专项债券债权代理人，其义务包括：①根据《债券持有人会议规

则》的规定召集和主持债券持有人会议，并履行《债权代理协议》及《债券持有人会议规则》项下债权代理人的职责和义务；②在违约事件发生时，债权代理人有义务通过诉讼等程序强制发行人偿还债务本息；同时，债权代理人应勤勉尽责地依法采取一切正当合理的措施，维护债券持有人的合法权益；③发行人不能偿还债务时，债权代理人根据债券持有人会议之决议代理参与发行人整顿、和解、重组或者破产的法律程序；④债权代理人应执行债券持有人会议决议，及时与发行人及债券持有人沟通，督促债券持有人会议决议的具体落实；⑤在本期债券存续期间对发行人发行本期债券所募集资金的使用进行监督；⑥债权代理人应督促发行人按本期债券募集说明书的约定履行信息披露义务；⑦如果收到任何债券持有人发给发行人的通知或要求，债券债权代理人应在收到通知或要求后两个工作日内按本协议规定的方式将该通知或要求转发给发行人；⑧债权代理人应当为债券持有人的最大利益行事，不得利用作为债权代理人而获取的有关内幕信息为自己或任何其他第三方谋取不正当利益；⑨在债券持有人会议作出变更债权代理人的决议之日起15个工作日内，债权代理人应该向新债权代理人移交工作及有关文件档案；⑩债权代理人应遵守本协议以及债权代理人应当履行的其他义务。

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司分别与华融湘江衡阳开发支行、兴业银行股份有限公司衡阳分行、中信银行股份有限公司长沙分行和中国光大银行股份有限公司衡阳石鼓支行签署了《募集资金使用专户监管协议》；公司与华融湘江衡阳开发支行签署了《偿债资金专户监管协议》。监管银行代理债券投资人监督公司经营况、募集资金使用情况；公司将在监管银行处设立监管账户，在华融湘江衡阳开发支行处设立偿债账户，确保本期债券的按时还本付息。

监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行企业债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有项目收入及相关支出活动，均必须通过该账户进行。偿债账户实行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本期债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。华融湘江衡阳开发支行应于本期债券每年还本付息日前10个工作日，向发行人出具专户监管报告，报告内容应包括专户资金存入情况、使用支取情况、保值增值运作情况和余额情况。

十一、结论

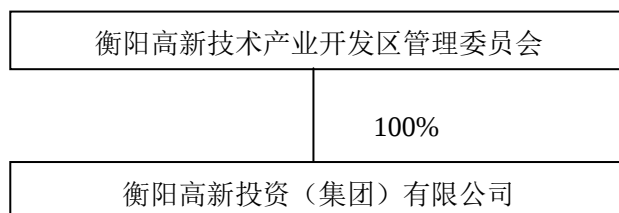
公司是衡阳高新区重要的城市基础设施开发建设及棚户区改造项目主体之一，持续得到当地政府在资本注入和政府补助方面的大力支持。近年来，衡阳市和衡阳高新区经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。

近年来公司资产规模快速增长，资产中存货占比高，公司资产流动性较弱；公司债务规模持续增长，整体债务负担一般。公司收入规模不断扩大，公司利润总额对政府补助有一定的依赖性，自身盈利能力较弱。公司自建项目投资规模很大，未来随着公司项目的持续投入，整体融资规模将进一步扩大。

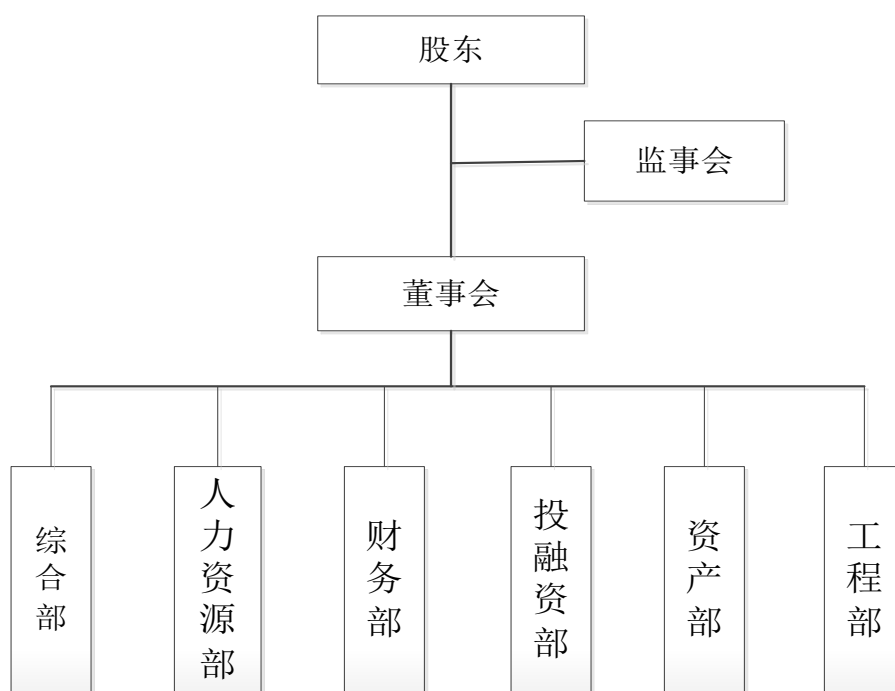
公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券分期偿付金额保障程度较好。公司募投项目进展缓慢，未来收益受项目投资进度、销售进展和宏观经济影响大，存在较大的不确定性。中合担保为本期债券提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保，可显著增强本期债券的偿付保障能力。

综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

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 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2020 年 3 月底公司下属子公司情况

子公司名称	经营范围	持股比例	注册资本
衡阳高新文化创意有限公司	承办展览展示；会议服务	100.00	200.00
衡阳高新投物业管理有限公司	物业管理服务；资产管理服务	100.00	500.00
湖南雨母旅游投资发展有限公司	旅游项目的开发建设和基础设施	100.00	20000.00
衡阳高新投置业有限公司	房地产开发经营；房地产租赁及信	100.00	5000.00
衡阳高新南粤基金管理有限公司	基金管理服务、管理股权投资基	50.00	1000.00
衡阳高新产业二期私募股权基金合伙企业（有限合伙）	从事非上市类股权投资活动及相关咨询服务	99.74	6010.00

资料来源：公司提供

附件 3 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)	22.45	13.05	2.15	3.36
资产总额(亿元)	54.56	88.37	109.16	124.83
所有者权益(亿元)	21.10	50.18	58.07	58.21
短期债务(亿元)	5.27	3.32	12.05	16.98
长期债务(亿元)	26.05	32.54	28.19	35.43
全部债务(亿元)	31.32	35.86	40.24	52.41
营业收入(亿元)	3.91	7.93	9.77	3.48
利润总额(亿元)	1.49	1.12	1.32	0.09
EBITDA(亿元)	1.80	1.52	1.87	--
经营性净现金流(亿元)	-5.58	-5.59	0.41	-6.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.00	13.48	27.50	--
存货周转次数(次)	0.12	0.14	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.10	--
现金收入比(%)	90.75	100.58	137.28	95.12
营业利润率(%)	13.44	13.55	14.05	14.12
总资本收益率(%)	3.34	1.61	1.78	--
净资产收益率(%)	6.91	2.01	2.08	--
长期债务资本化比率(%)	55.24	39.34	32.68	37.84
全部债务资本化比率(%)	59.74	41.68	40.93	47.38
资产负债率(%)	61.32	43.22	46.81	53.36
流动比率(%)	910.48	2057.02	457.84	365.90
速动比率(%)	438.95	385.87	29.21	48.95
经营现金流动负债比(%)	-96.91	-140.57	2.04	--
现金短期债务比(倍)	4.26	3.93	0.18	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	1.08	0.69	0.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.41	23.56	21.49	--

注：长期应付款中有息部分已计入长期债务；2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.29	11.32	1.43	2.34
资产总额(亿元)	54.51	88.13	105.39	118.89
所有者权益(亿元)	21.06	49.96	57.73	57.91
短期债务(亿元)	5.27	3.32	12.05	15.98
长期债务(亿元)	26.05	32.54	26.39	32.64
全部债务(亿元)	31.32	35.86	38.44	48.62
营业收入(亿元)	3.87	7.87	7.65	3.47
利润总额(亿元)	1.50	1.14	1.17	0.12
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-5.52	-6.20	2.78	-4.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.66	14.06	23.34	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.08	--
现金收入比(%)	91.00	100.57	124.17	63.47
营业利润率(%)	12.98	13.43	13.01	13.80
总资本收益率(%)	3.38	1.64	1.13	--
净资产收益率(%)	6.97	2.07	1.89	--
长期债务资本化比率(%)	55.29	39.44	31.37	36.05
全部债务资本化比率(%)	59.79	41.78	39.97	45.64
资产负债率(%)	61.36	43.30	45.22	51.29
流动比率(%)	781.23	1857.44	434.33	351.83
速动比率(%)	436.79	375.90	31.08	50.56
经营现金流动负债比(%)	-96.04	-157.13	15.07	--
现金短期债务比(倍)	4.23	3.41	0.12	0.15
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：长期应付款中有息部分已计入长期债务；2020 年一季度财务数据未经审计；因缺少数据，EBITDA 及其相关指标无法计算

附件 5 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	营业利润/营业收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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 6-1 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 6-2 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 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第一期衡阳高新投资（集团）有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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

衡阳高新投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

衡阳高新投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对衡阳高新投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，衡阳高新投资（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注衡阳高新投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现衡阳高新投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对衡阳高新投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如衡阳高新投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对衡阳高新投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与衡阳高新投资（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

中合中小企业融资担保股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34% 的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1 2019 年末公司股东及持股情况 单位：%

股 东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合 计	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保

余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。