

信用等级公告

联合〔2020〕3552号

联合资信评估有限公司通过对怀化市城市建设投资有限公司及其拟发行的2020年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定怀化市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，怀化市城市建设投资有限公司2020年度第二期中期票据的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告



怀化市城市建设投资有限公司

2020年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 不超过 12 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还债务融资工具

评级时间: 2020 年 9 月 14 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				2		
			经营分析				1		
财务风险	F3	现金流	资产质量				4		
			盈利能力				3		
			现金流量				3		
		资本结构				2			
		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

怀化市城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)是湖南省怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体, 区域地位突出, 且持续得到怀化市政府在财政补贴、债务置换等方面的大力支持。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、经营活动现金流净额大幅下降、未来存在资本支出压力和集中兑付压力等因素对公司信用水平可能带来的负面影响。

未来随着怀化市基础设施建设的持续推进, 公司规模有望扩大, 加之怀化市政府对公司持续稳定的支持, 公司发展前景良好。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 经营环境良好。近年来, 怀化市经济经济和财政实力保持增长; 2019 年怀化市实现地区生产总值 1616.64 亿元, 同比增长 8.0%; 完成地方一般公共预算收入 95.28 亿元, 同比增长 6.2%。
2. 业务具有区域优势。公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体, 区域地位突出。
3. 持续得到地方政府的有力支持。近年来, 公司得到了政府在财政补贴、政府债务置换和股权划拨等多方面的大力支持。

关注

1. 资产流动性较弱。公司资产中基础设施建设和土地整理投入占比较高, 基础设施建设投资资金回笼依赖政府结算进度, 土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大。
2. 经营活动现金流净额大幅下降。2017—2019 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 17.74 亿元、1.42 亿元和 -19.17 亿元。

分析师：郝一哲 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

3. **存在资本支出压力。**截至2020年3月底，公司主要在
 建和拟建代建市政项目工程待投资约59亿元。

4. **存在集中偿付压力。**公司2021年需偿还有息债务规模
 为54.38亿元，面临一定的集中偿付压力。

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）	48.22	29.90	18.30	16.99
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	345.70
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	156.00
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	27.26
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	112.20
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	139.46
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	5.02
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	0.54
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	-1.10
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	13.20
净资产收益率（%）	2.34	2.28	2.19	--
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.87
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	47.20
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	422.18
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	275.24
现金收入比（%）	109.12	101.42	54.47	0.93
现金短期债务比（倍）	3.68	6.29	0.65	0.62
经营现金流流动负债比（%）	20.11	2.32	-25.38	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.52	0.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	33.74	27.86	33.39	--
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）	338.76	304.40	300.77	302.35
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	153.44
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	94.16
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	4.99
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	0.49
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.25
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	38.03
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	344.69
经营现金流流动负债比（%）	26.06	3.35	-10.95	--

注：1. 2020年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分纳入长期债务核算

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	2020/6/28	郝一哲、刘沛伦	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	2014/11/18	--	--	阅读全文
AA	列入观察名单	2014/8/27	--	--	阅读全文
AA	稳定	2013/7/26	于芷崧	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文
AA ⁻	稳定	2011/8/17	刘俊宏	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文
A ⁺	稳定	2008/8/29	李慧鹏、孙炜	债券资信评级方法（2003）	阅读全文

注：1. 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2. 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；3. 因公司总经理被怀化市纪委监委立案调查，联合资信于2014年8月27日将公司列入信用评级观察名单，后于2014年11月18日移出信用评级观察名单

声 明

一、本报告引用的资料主要由怀化市城市建设投资有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

怀化市城市建设投资有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

怀化市城市建设投资有限公司（以下简称“怀化城投”或“公司”）系经怀化市人民政府怀政办函〔1999〕21号文件批准，由怀化市住房和城乡建设局（以下简称“怀化市住建局”）于2000年4月以土地使用权出资设立的国有独资有限责任公司。2017年5月，怀化市人民政府出具《关于市国资委履行出资人职责有关问题的通知》（怀政发〔2017〕5号），授权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”）对怀化城投等国有企业履行出资人职责；2017年8月30日，公司股东由怀化市住建局变更为怀化市国资委。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.60亿元，怀化市国资委为公司唯一股东，公司实际控制人为怀化市人民政府。

公司经营范围：承担怀化市城市基础设施、城市道路、水利建设、土地等无形资产的运营管理；对建设物资贸易、建筑业等与城市建设相关产业的投资；农村基础设施项目建设（需专项审批的经审批后方可经营）；农业项目开发；国家法律法规政策允许的、政府授权的其他项目开发；工程测量丙级（限分支机构经营）。

截至2020年3月底，公司本部内设综合管理部、财务管理部、土地经营管理部、工程技术部和人力资源部共5个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司共7家。

截至2019年底，公司资产总额343.06亿元，所有者权益155.46亿元；2019年，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额3.41亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额345.70亿元，所有者权益156.00亿元；2020年1—3月，公司实现营业收入5.02亿元，利润总额0.54

亿元。

公司住所：湖南省怀化市鹤城区府前路（智慧大厦）；法定代表人：周详。

二、本期中期票据概况

公司于2020年4月完成30.00亿元中期票据（中市协注〔2020〕MTN337号）的注册，本期计划在注册额度内发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模0.00亿元，发行规模上限12.00亿元；期限3+2年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于偿还债务融资工具。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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 1 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，较上年同期多增1.76万亿；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 2 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. 区域经济环境

近年来，怀化市经济和财政实力保持增长，财政自给率低，政府债务负担重。

（1）怀化市经济概况

怀化市位于湖南省西部偏南，全市辖 13 个县（市、区），总面积 27564 平方公里，是湖南省面积最大的地级市。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；高速公路通车里程达 612 公里，居湖南省首位；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。2019 年底，怀化市常住人口 498.33 万人，

人均 GDP 为 32453 元，增长 7.8%。城镇化率为 49.03%，同比提升 1.28 个百分点。

怀化市物产资源丰富，素有“广木之乡”“水果之乡”“药材之乡”的美誉。怀化市有活立木蓄积量 8696 万立方米，居湖南首位；有中药材 26 万亩，1900 多个品种，其中 175 种为国家重点中药材保护品种，茯苓和天麻产量居全国第一；年产水果 90 多万吨；探明矿藏 11 类 45 种，黄金、铜、磷储量分居湖南第一、三、四位，石煤、硅砂、重晶石储量居全国前列；水能理论蕴藏量 500 万千瓦，现已开发 450 万千瓦，为全国十大水电基地的主体地带之一。

近年来，怀化市荣获“国家级生态示范区”称号，被国家旅游局确定为“国家全域旅游示范区创建单位”，并被陆续列入“湘南湘西承接产业转移示范区”“商贸服务型国家物流枢纽承载城市”，被选入国家第三批多式联运示范工程。

根据《怀化市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，怀化市分别实现生产总值 1503.97 亿元、1513.27 亿元和 1616.64 亿，同比增速分别为 7.7%、8.1% 和 8.0%。2019 年，怀化市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%。怀化市三次产业占比为 13.9 : 27.7 : 58.4。

固定资产投资方面，2017 年，怀化市固定资产投资分别完成 1235.74 亿元。2017—2019 年，怀化市固定资产投资增速分别为 14.2%、11.4% 和 10.6%。2019 年，怀化市工业投资增长 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%。

未来，怀化市计划以国家承接产业转移示范区建设为抓手，加快培育电子信息、新材料、新能源等产业集群；以商贸服务型国家物流枢纽承载城市建设为抓手，加快建设西南一流商贸物流基地。同时，怀化市正在积极创建国家全域旅游示范市，全力争创全国医药健康产业示范基地。

（2）怀化市财政实力

根据《怀化市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2018 年，怀化市一般公共预算收入分别为 136.71 亿元和 150.39 亿元，其中 2018 年全市地方一般公共预算收入 87.26 亿元。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%；收到上级补助收入 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%，财政自给率为 19.35%，财政自给程度低。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%。

五、基础素质分析

公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，近年来得到了政府在财政补贴、政府债务置换和股权划拨等方面的支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 3.60 亿元，怀化市国资委为公司唯一股东，怀化市人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，公司自 2000 年由怀化市人民政府批准成立以来，承担了市域范围内大量的市政工程建设和土地开发任务，涵盖城区改造、

公园、综合停车场、河道整治、路网工程等项目，在怀化市城市基建领域处于主导地位。截至 2020 年 3 月底，公司下设一级子公司 6 家。其中，怀化市保障性安居工程投资有限公司（以下简称“保障投公司”）主要负责公司的棚户区改造项目，怀化城市资产经营有限公司主要负责公司停车场等经营性资产的建设及经营管理任务。

怀化市共有 4 家市级投融资建设主体，另外 3 家分别为怀化市交通建设投资有限公司（以下简称“怀化交投”）、怀化高新产业发展集团有限公司（以下简称“怀化工投”）和怀化经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“怀化经投”）。怀化交投主要负责市域范围内道路、枢纽及附属配套等基建项目，怀化工投和怀化经投分别承担怀化市工业园区和怀化经济开发区内的基础设施建设。公司与上述公司业务划分明确，不存在竞争关系。

3. 人员素质

截至 2020 年 8 月底，公司拥有董事长 1 人、总经理 1 名、副总经理 2 名。

周详，男，土家族，1969 年 7 月生，中共党员，研究生学历；历任湖南怀化市沅陵县张家滩乡乡长、党委书记，湖南省怀化市沅陵县委常委、县委办主任，湖南省怀化市鹤城区常委、常务副区长，怀化辰溪县委副书记、县长，怀化市水库移民管理局党组成员、副局长；2020 年 7 月起任怀化市城市建设投资有限公司党委书记、董事长、法定代表人。

江中，男，汉族，1971 年 5 月生，本科学历；历任怀化市工商局鹤城分局党委委员、副局长，怀化市工商局洪江分局党组书记、局长，怀化市工商局鹤城分局党委书记、局长，怀化市工商局党组成员、纪检组长，怀化市工商局党组成员、副局长，怀化市交通建设投资有限公司党组成员、副总经理；2020 年 6 月起任怀化市城市建设投资有限公司党委副书记、总经理。

截至 2020 年 8 月底，公司在职员工 134 人。

从员工文化素质情况来看，本科及以上学历占 62.69%、大专学历占 27.61%、高中及以下学历的占 9.70%；从员工年龄构成来看，30 岁及以下的占 10.45%、31~50 岁的占 80.60%、51 岁及以上的占 8.96%；从员工职称来看，公司拥有中级职称和高级职称的员工人数分别为 29 人和 11 人，在员工总人数中的合计占比为 29.85%。

整体看，公司高管人员管理经验丰富，员工整体素质和年龄构成能够满足日常经营管理的需求。

4. 外部支持

财政补贴

2016 年，公司共获得怀化市财政局的补贴款 2.08 亿元，计入“营业外收入”。2017 年，公司获得棚户区改造补助资金 1.76 亿元，计入“其他应付款”；2019 年，公司收到怀化市政府拨付的财政补助 0.42 亿元，计入“其他收益”。

债务置换

近年来，公司在政府的支持下逐步进行政府债务置换，与怀化市人民政府、各银行金融机构订立政府债券置换存量债务债权协议，在相关债务未正式移交政府前（不出表），暂时计入“其他应付款—政府债务置换资金”科目，该部分不体现现金流入，若相关债务实现移交（出表），则冲减债务的同时核减公司对政府的“应收账款”，现金流体现在“购买商品、接受劳务支付的现金”。

2017 年，公司获得政府债务置换资金 37.59 亿元，其中计入“其他应付款”20.44 亿元，同时冲减当年公司收入确认形成的对政府应收账款 17.15 亿元。

2018 年，公司获得政府债务置换资金 12.89 亿元，冲减了当年收入确认形成的应收账款。

股权划拨

2018 年，怀化市国资委将怀化新奥燃气有限公司 15% 的股权无偿划转至公司，公司资本公积增加 300.00 万元。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 9 月 1 日，公司本部无未结清的关注类或不良类贷款，已结清债务中有 11 笔关注类贷款，相关机构已出具说明，系系统顺延扣款、工作人员操作失误造成。公司不存在关注或不良类对外担保信息。

经查询中国裁判文书网，公司涉及多起与房屋买卖合同纠纷，系公司早期与房地产开发商合作进行房地产开发遗留的历史问题引起，公司正在积极与相关房地产商沟通解决。

六、管理分析

公司建立了较为完善的法人治理结构和系统的内部管理制度，基本可以满足公司经营发展需要。

1. 法人治理结构

公司是经怀化市人民政府批准，按照《中华人民共和国公司法》和《公司登记管理条例》等有关规定组建。根据公司章程，公司的股东怀化市国资委是经怀化市人民政府授权的唯一出资者。公司不设股东会，设董事会，怀化市国资委授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增减注册资本和发行公司债券等事项由怀化市国资委决定。

依据《章程》，公司董事会主要行使以下职权：（1）制定公司的经营计划和投资方案；（2）制定公司的年度财务预算方案、决算方案；（3）制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；（4）制定公司增加或减少注册资本的方案；（5）拟定公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案（6）决定公司内部管理机构的设置；（7）聘任或者解聘公司经理，根据经理的提名聘任或解聘公司副经理、财务负责人，决定其报酬；（8）制定公司的基本管理制度。公司董事会由 8 名董事组成。其中职工董事 1 名，由公司职工代表大会民主选举产生或更换；其余董事由

怀化市国资委提出建议意见，怀化市人民政府委派或更换。董事会设董事长 1 名，为公司法定代表人，由怀化市人民政府确定。董事会成员每届任期三年，期满后经怀化市人民政府或怀化市国资委批准后可以连任。

公司设监事会，监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。公司监事会由 5 名监事组成，其中监事会主席 1 名，由怀化市人民政府或怀化市国资委按规定程序委派；职工监事 3 名，由公司职工代表大会民主选举产生。监事每届任期三年，期满后，经怀化市人民政府或怀化市国资委批准可以连任，职工监事经公司职工代表大会批准可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司经理由董事长提名，董事会提出聘任或者解聘意见，并报怀化市政府确定，经理对董事会负责，列席董事会议。经理主要行使下列职权：（1）主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；（2）组织实施公司年度经营计划和投资方案；（3）拟订公司内部管理机构设置方案；（4）拟订公司的基本管理制度；（5）制定公司的具体规章；（6）提请聘任或者解聘副经理、财务负责人；（7）聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员。公司设总经理 1 名、设副总经理 2 名。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》以及相关法律法规要求，并结合公司实际情况和自身发展特点，制定了多项内部管理制度，主要包括财务管理制度、投融资管理办法、工程管理制度以及关联交易管理制度等方面。

财务集中管理方案

公司推行“统一管理、统一计划，分业经营，独立核算”的管理体制，公司财务实行“集权型管理模式”。子公司、项目部在会计核算和财务管理上接受集团公司的指导和监督，并按规定及时向公司报送真实、完整的财务会计报告，资金使用情况以及项目进度报表等。

投融资管理办法

公司筹资行为要权衡资本结构对企业稳定性、再筹资或资本运作可能带来的影响，慎重考虑公司的偿债能力。公司下属各企业对外借款达一定规模或借款成本高于一定水平需向公司、董事长或董事会审批，下属各企业内部拆借亦需报公司审批。公司下属各企业的投资审批权归公司（政府部门分配的国债认购任务除外），非控股企业由其董事会确定。公司对投资项目的质量、进度、费用控制应实行全过程监督和跟踪。

工程项目管理制度

公司根据城市总体规划和市人民政府制定的城市建设近、中、远期规划目标，设立城市基础实施项目库，公司会同具备相应资质的设计、咨询单位编制项目的可行性研究报告和工程投资估算，经公司经理会议研究同意后，报市发改委办理工程项目可行性研究批复及立项手续。公司工程技术部负责工程项目建设期间的所有技术工作，督查工程项目质量进度、投资等实施情况，并及时向公司经理会议汇报，督促项目部、监理单位、施工单位完成工程项目建设总目标。

付款审批及费用报销管理办法

为加强公司财务管理，提高工作效率，规范经营活动，理顺业务关系，公司制定了《付款审批及费用报销管理办法》。公司财务管理部有权对有关费用报销、资金支出予以核查，对不合理、不规范的费用报销和付款不予办理。建设项目付款审批程序包括经办业务科室填制《公司资金审批表》进行申报，由业务科室负责人、公司领导给出相关意见，经总经理审核，董事长审批后，财务管理部办理拨款。

关联交易管理制度

《关联交易管理制度》对公司关联交易的原则、关联人和关联关系、关联交易的决策程序、披露程序等作了详尽的规定，确保了关联交易在“公平、公正、公开、等价有偿及不偏离市场独立第三方的价格或收费标准”的条件下进行，保证公司与各关联人所发生的关联交

易的合法性、公允性、合理性。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括土地开发整理和代建市政工程，近年来，公司营业收入和综合毛利率均呈波动下降趋势。

公司作为怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，主营业务包括土地开发整理和代建市政工程；其他业务主要包括租赁、物业管理和设计咨询等，对整体收入贡献程度较小。

近年来，公司营业收入波动下降，2017—2019年分别为22.48亿元、24.14亿元和21.79亿元，主要由土地开发整理和代建市政工程收入（含棚户区改造业务收入）构成。受土地成交价格及出让面积变动影响，2017—2019年公司土地开发收入大幅下降，分别为10.11亿元、4.87亿元和2.12亿元。受业务量变化及当年结算工程规模差异影响，近三年公司代建市政工程收入持续增长，分别为11.95亿元、18.81亿元和19.23亿元。

从毛利率看，2017—2019年，公司综合毛利率波动下降，2019年公司综合毛利率为15.90%，同比下降6.05个百分点，主要是毛利率较高的土地开发整理业务收入占比和毛利率下降所致。近三年公司土地开发业务毛利率波动较大，分别为26.96%、55.99%和32.98%，主要系当期出让土地的开发成本差异较大所致。公司代建市政工程业务毛利润包含代建加成税后收益和棚户区改造政府购买服务费收益，怀化市代建市政工程回购加成比例为15%，2019年公司代建市政工程业务毛利率为14.42%，相对稳定。

2020年1—3月，公司实现营业收入5.02亿元，相当于2019年全年水平的23.04%，主要来自代建市政工程收入，当期未实现土地开发整理收入，公司业务综合毛利率为13.20%。

表 3 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
土地开发整理	10.11	44.97	26.96	4.87	20.19	55.99	2.12	9.71	32.98	0.00	0.00	--
代建市政工程	11.95	53.18	13.67	18.81	77.91	13.67	19.23	88.24	14.42	4.91	97.82	13.04
其他	0.42	1.85	-9.70	0.46	1.90	-0.36	0.45	2.05	-1.44	0.11	2.18	20.46
合计	22.48	100.00	19.21	24.14	100.00	21.95	21.79	100.00	15.90	5.02	100.00	13.20

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地开发整理

公司根据怀化市政府的安排进行土地整理，土地出让后获得相应收益。近年来，公司土地开发整理收入持续下降，毛利率波动较大；公司土地储备充足，但收入实现受宏观经济环境、市场调控及怀化市城市化进程等因素影响较大。

公司土地开发整理业务的经营模式为怀化市政府将需要开发的土地注入公司，公司根据怀化市政府要求制定土地开发规划，通过征地、拆迁和基础设施建设实现“五通一平”（即通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整），完成土地一级开发，将“生地”变为“熟地”，而后通过怀化市国土资源局以“招、拍、挂”的方式出让土地。土地出让后，经公司申请，怀化市财政局向公司支付土地整理开发收益。

在会计记账方式上，公司项目前期费用、

配套设施建设等支出主要计入“存货—开发成本”，部分土地征拆迁费用计入“预付款项”，确认完工后结转计入“存货—开发产品”。

自成立以来，公司获得了大量土地资产注入，公司参与整理了怀化市 60%以上的土地开发项目。2017—2019 年，公司分别完成土地开发面积 453.00 亩、350.00 亩和 400.00 亩，整理规模有所波动。同期，公司通过国土局分别对外出让土地 648.73 亩、280.43 亩和 95.45 亩，平均出让价格分别约为 155.83 万元/亩、173.82 万元/亩和 221.60 万元/亩，2019 年对外出让土地单价较高系由于该地块所处位置周边设施较为成熟。除对外出让土地之外，2019 年，公司本部整理的另 1 个地块由子公司购入拟用于商业地产开发，确认收入 3.22 亿元，合并报表时收入予以抵销。

表 4 公司土地整理开发及收入实现情况（单位：亩、万元、万元/亩）

指标		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
土地开发	开发完成面积	453.00	350.00	400.00	50.00
	开发总投入	20385.00	21000.00	28000.00	350.00
	平均开发投入	45.00	60.00	70.00	70.00
土地出让	出让面积	648.73	280.43	95.45	0.00
	土地整理总收入	101090.97	48743.19	21151.40	0.00
	平均出让价格	155.83	173.82	221.60	0.00
	平均出让成本	113.81	76.50	172.74	0.00

注：公司土地开发成本的核算相对复杂，主要包含三部分：（1）所出让土地的征地、拆迁、“五通一平”等历史成本；（2）除“五通”外，对所出让地块各类市政设施项目建设方面投入的摊销；（3）公司办理土地出让手续时所需缴纳的其他费用。因此，计算出的平均出让成本要明显高于当年在土地开发方面的平均投入

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司库存土地共计 128 宗，总面积 12804.23 亩，性质均为出让地，用途主要为商业，按成本法入账，账面

价值 111.08 亿元。公司土地储备充足，但受宏观经济、市场调控和怀化市城市化进程等多方面影响，土地出让不确定性较高。

基础设施建设

公司基础设施建设业务包括市政工程建设、棚户区改造，市政工程按照投资成本加成 15% 确定收入，棚户区改造项目与政府签订政府购买服务协议。近年来，公司代建市政工程收入持续增长，在建项目待投资规模较大，公司面临一定资本支出压力，拟建项目启动时间存在不确定性。

公司代建市政工程业务的经营模式为：怀化市政府将市政工程项目交由公司管理，公司作为项目的业主单位，通过公开招标的方式选择施工单位进行施工，公司按工程进度与施工单位结算，待工程项目完工后移交怀化市政府。

根据《怀化市人民政府关于有偿代建市重点工程项目的通知》（怀政函〔2016〕166 号文），怀化市的重点工程项目由公司出资，在工程项目开工前与公司签订项目代建回购协议，回购金额由投资成本加项目收益组成，其中项目收益以项目投资额的 15% 计算，回购款由市财政局按每年不低于 15% 的比例在未来五年内回购完毕。

在会计记账方式上，公司将代建市政工程项目涉及的征地拆迁费用及财务成本计入“其他流动资产”科目，与施工单位结算的基础设施建设工程款计入“预付款项”科目。公司代建市政工程收入及成本依据已签订回购合同项目当年确认的回购金额和已投资额来确认。

截至2019年底，公司已完工并签订回购合同的工程项目共18个，总投资83.44亿元，已回购金额87.96亿元，均已确认收入。2019年回购项目为“太平溪综合治理一期1”“二环路”和“潭口溪城区河道整治工程1”，确认收入16.21亿元，公司确认收入后形成“应收账款”，随后冲抵了“其他应付款”中与怀化市财政局的往来款。

表 5 截至 2019 年底公司主要完工项目

(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已回购金额
怀化市武警支队	0.66	0.76
怀化市第五中学	1.51	1.74
迎丰东路改造	0.69	0.79
顺天路	4.99	5.41
火车站广场改造	5.62	6.46
湖天公园	2.89	3.33
红星北路铁路桥涵	4.8	5.52
迎丰公园	2.08	1.43
城南入城线改造	0.38	0.44
迎丰铁路桥改造	1.37	1.57
城东高速公路延长线	9.15	9.72
紫东片区路网	9.19	10.32
大西南专业市场配套现代物流中心	2.54	2.92
舞水河综合治理	18.56	21.34
城东保障性住房建设	4.91	--
太平溪综合治理一期 1	6.72	7.73
二环路	4.77	5.48
潭口溪城区河道整治工程 1	2.61	3.00
合计	83.44	87.96

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年 3 月底公司主要在在建代建市政工程项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	截至 2020 年 3 月底已投资	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	是否已签订协议
舞水河延长线综合治理 2	25.00	13.14	1.60	1.20	1.80	是
太平溪综合治理 2	18.31	15.88	1.50	1.00	1.00	是
怀化市杨村城市路网工程	20.01	12.81	1.30	1.00	1.00	是
怀化市二环路改造	5.23	5.19	0.04	0.00	0.00	是
城北高速主入口改造	6.00	5.80	0.20	0.00	0.00	否
潭口溪城区河道整治工程 2	2.59	2.20	0.30	0.00	0.00	是
江秀片区路网	9.30	9.10	0.20	0.00	0.00	是
太平桥片区棚户区改造项目	19.00	13.52	1.20	1.30	1.50	--

项目名称	计划总投资	截至 2020 年 3 月底已投资	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	是否已签订协议
合计	105.44	77.64	6.34	4.50	5.30	--

注：1. 表中数据不包括项目相关土地整理成本；2. 太平桥片区棚户区改造项目采用代建模式，但账务处理与政府购买服务模式的棚改项目相同；3. 部分项目投资已超概

资料来源：公司提供

公司棚户区改造项目由子公司怀化市保障性安居工程投资有限公司具体实施。在怀化市财政局统筹安排下，公司以自有资金和棚改专项款进行棚户区改造项目建设，并将投资金额计入“预付款项”。截至 2020 年 3 月底，公司共承接了 4 个棚户区改造项目，均采取货币安置方式。其中，老城区棚户区改造项目（一期）、城中村棚户区改造项目（一期）和城中村棚户区改造项目（二期）已签订政府购买服务协议，怀化市房产管理局将

在协议签订日起未来 25 年内对上述项目实施分批购买。公司自 2017 年开始收到相关政府购买服务资金，截至 2020 年 3 月底，上述项目已如期实现回款 8.78 亿元，2017—2019 年分别确认收入 2.00 亿元、3.30 亿元和 3.48 亿元，2020 年 1—3 月尚未收到当年回款。太平桥片区棚户区改造项目采用代建回购模式，前期资金投入来自棚户区改造专项贷款。未来，公司将不再承接新的棚户区改造项目。

表7 截至2020年3月底公司购买服务模式棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	政府购买服务合同价款	2019 年底已投资规模	2020 年 3 月底已投资规模	待投资规模
老城区棚户区改造项目（一期）	13.53	20.46	14.92	15.07	--
城中村棚户区改造项目（一期）	16.18	23.34	7.72	7.76	8.42
城中村棚户区改造项目（二期）	18.19	29.36	11.14	11.32	6.87
合计	47.90	73.16	33.78	34.15	15.29

注：老城区棚户区改造项目（一期）已投资规模已超过计划总投资额，目前仍在继续投资中

资料来源：公司提供

表8 公司棚户区改造项目回款情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
回款金额	2.00	3.30	3.48
确认收入	2.00	3.30	3.48
结转成本	1.50	2.30	2.44

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建代建市政工程和棚户区改造项目计划总投资 153.34 亿元，已投资 111.79 亿元，待投资规模超 41.55 亿元，公司面临一定资本支出压力。

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目主要包括香洲路建设工程、正清西路建设工程、城区停车场建设和提质改造工程、人民西路道路建设工程等，总投资规模合计 17.76 亿元。受地方政府债务风险防控等相关政策影响，公司市政工程建设业务模式可能面临调整，

拟建项目启动时间存在不确定性。

表9 截至2020年3月底公司主要拟建项目情况

（单位：亿元）

项 目	投资期	总投资金额
香洲路建设工程	2019—2021 年	0.23
正清西路建设工程	2019—2022 年	2.37
城区停车场建设和提质改造工程	2019—2021 年	1.52
人民西路道路建设工程	2019—2020 年	0.22
湖南省第三工程公司家属区配套设施建设工程	2020—2021 年	1.80
武陵山农产品冷链物流产业园建设项目	2020—2022 年	10.06
怀化湖天文体公园建设项目	2020—2021 年	1.56
合计	--	17.76

资料来源：公司提供

公司其他业务主要包括租赁、物业管理和设计咨询等，对整体收入贡献程度较小。

2017—2019 年，公司其他收入分别为 0.42 亿元、0.46 亿元和 0.45 亿元，近年来变化不大。

3. 未来发展

公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，未来将继续承担怀化市基础设施建设任务，并通过土地整理业务保证公司整体盈利水平。同时，公司将大力开拓经营性业务，增强建筑施工综合实力，发展商业地产开发业务，提升物业租赁、停车场相关业务收入规模。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年和 2020 年一季度财务报表，其中年度财务报表均由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具标准无保留意见审计结论，公司 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的一级子公司共 7 家。2018—2019 年，公司各投资设立 1 家一级子公司；2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。总体看，合并范围变动对公司财务数据的影响小，公

司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 343.06 亿元，所有者权益 155.46 亿元（含少数股东权益 45.15 万元）。2019 年，公司实现营业收入 21.79 亿元，利润总额 3.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 345.70 亿元，所有者权益 156.00 亿元（含少数股东权益 45.15 万元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，利润总额 0.54 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模波动下降，以流动资产为主，资产中基础设施建设和土地整理投入占比较高，基建投资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大，总体看公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模波动下降，分别为 371.69 亿元、335.05 亿元和 343.06 亿元。2018 年底，公司资产规模较上年底下降 9.86%，主要受偿还有息债务及政府收回土地影响；2019 年底，公司资产规模较上年底增长 2.39%，主要系棚改项目投入增加所致。公司资产结构以流动资产为主，近三年流动资产占比均在 93%以上。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项 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
流动资产	351.12	94.47	314.17	93.77	324.21	94.51	327.20	94.65
货币资金	47.92	12.89	29.84	8.91	18.30	5.33	16.99	4.91
预付款项	68.31	18.38	74.95	22.37	93.20	27.17	93.34	27.00
存货	131.59	35.40	113.14	33.77	113.88	33.20	113.88	32.94
其他流动资产	89.28	24.02	81.00	24.18	82.03	23.91	86.17	24.93
非流动资产	20.57	5.53	20.88	6.23	18.84	5.49	18.50	5.35
投资性房地产	11.68	3.14	11.42	3.41	11.02	3.21	10.92	3.16
资产总额	371.69	100.00	335.05	100.00	343.06	100.00	345.70	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动下降，

年均复合下降 3.91%。2019 年底，公司流动资产 324.21 亿元，较上年底增长 3.20%，主要系

预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.64%）、预付款项（占 28.75%）、存货（占 35.13%）和其他流动资产（占 25.30%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 38.20%。2019 年底，公司货币资金 18.30 亿元，较上年底下降 38.68%，主要系用于项目投入所致，货币资金中无受限资金。

2017—2019 年，公司预付款项持续增长，年均复合增长 16.81%。2019 年底，公司预付款项 93.20 亿元，较上年底增长 24.35%，主要系棚改项目继续投入所致。公司预付款项包括棚改业务拆迁款 40.14 亿元和工程款 53.06 亿元。从账龄看，1 年以内的占 23.04%，1~2 年的占 9.38%，2~3 年的占 16.99%，3 年以上的占 50.59%，账龄偏长。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 15.50%，2019 年底增至 12.31 亿元，共计提坏账准备金 0.18 亿元。公司其他应收款多为与怀化市内国有企业的往来款或转贷款，回款风险较低，但对资金形成占用。2019 年底，公司其他应收款前五名欠款单位余额合计占 72.88%，集中度较高。

表11 2019年底公司前五名其他应收款单位明细
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	账龄	占比	款项性质
怀化市鹤城区城市建设投资有限公司	3.49	1 年以内, 1 至 2 年, 2 至 3 年, 3 至 4 年, 4 至 5 年	27.97	其他
中方县城市建设投资有限公司	1.80	2 至 3 年	14.40	经费借支
怀化岭海投资有限公司	1.67	2 至 3 年	13.33	其他
怀化市洪江区城市建设投资有限公司	1.62	1 年以内, 1 至 2 年, 2 至 3 年, 3 至 4 年, 5 年以上	12.94	其他
重庆市潼南第四建筑工程公司	0.53	2 至 3 年	4.24	其他
合计	9.11	--	72.88	--

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均

复合下降 6.97%，2019 年底为 113.88 亿元，较上年底变化不大，2018 年底下降主要系土地出让以及政府收回部分土地并将其与其他应付款冲抵所致。存货全部为土地及土地开发成本，未计提跌价准备，其中 18 宗土地因借款抵押受限，账面价值共计 10.49 亿元，占存货的 9.21%。公司抵押土地获取的大部分借款已偿还完毕，剩余借款将于两年到期，2020 年将有大量土地解押。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动下降，分别为 89.28 亿元、81.00 亿元和 82.03 亿元。2018 年底下降系赎回理财产品所致，公司理财产品已于 2018 年全部赎回，2019 年底公司其他流动资产全部由代建市政工程项目投入构成。

表12 2019年底公司其他流动资产中前五名代建项目情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占比
城北高速主入口改造	4.66	5.76
江秀片区	4.68	5.78
太平溪综合治理二期	9.29	11.49
舞水河延长线 2	7.33	9.07
杨村路网	7.98	9.88
合计	33.94	41.98

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年，公司非流动资产波动下降，分别为 20.57 亿元、20.88 亿元和 18.84 亿元。2019 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 58.50%）、固定资产（占 12.90%）和在建工程（占 24.32%）构成。

2017—2019 年，公司投资性房地产因计提折旧逐年下降，2019 年底为 11.02 亿元，主要是对外出租的商铺。同期，公司固定资产因计提折旧持续下降，2019 年底为 2.43 亿元；在建工程逐年增长，2019 年底为 4.58 亿元，系对城东廉租房小区的建设投入。

2019 年底，公司受限资产 10.49 亿元，均为用于抵押借款的土地使用权，受限资产在资产总额中占 3.06%。

2020年3月底,公司资产总额345.70亿元较上年底增长0.77%,主要是其他流动资产增长5.06%,公司流动资产占比(94.65%)较上年底略有上升。

3. 负债和所有者权益

近年来,公司所有者权益小幅增长,以资本公积为主;为满足项目建设及债务偿付的资金需求,公司加大筹资力度,有息债务规模有所增长,整体债务负担尚可,但2021年公司面临一定的集中兑付压力。

所有者权益

2017—2019年,公司所有者权益保持小幅增长,年均复合增长1.99%,增长主要来自未分配利润的增加。2019年底,公司所有者权益155.46亿元,其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占2.32%、72.73%和23.85%,权益结构稳定性较好。

2017—2019年,公司实收资本均为3.60亿元,资本公积变化不大,2019年底为113.06亿元,主要由土地构成。

2020年3月底,公司所有者权益规模与结构较上年底基本保持稳定。

负债

2017—2019年,公司负债规模波动下降,年均复合下降8.12%。2019年底,公司负债总额187.59亿元,较上年底增长3.19%,主要系加大筹资力度导致。其中,流动负债占40.28%,非流动负债占59.72%。公司负债结构相对均衡。

2017—2019年,公司流动负债波动下降,年均复合下降7.44%。2019年底,公司流动负债75.56亿元,较上年底增长23.23%,主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。公司流动负债主要由应付账款(占12.17%)、其他应付款(占41.56%)、预收款项(占5.55%)和一年内到期的非流动负债(占35.19%)构成。

2017—2019年,公司短期借款持续下降,年均复合下降46.15%。2019年底,公司短期借款1.45亿元,较上年底下降61.33%,主要是偿

还到期借款,公司短期借款全部是商业银行抵押借款。

2017—2019年,公司应付账款持续增长,年均复合增长14.47%,2019年底为9.19亿元,较上年底增长12.90%,主要系工程款增加。公司应付账款主要由工程款构成。

2017—2019年,公司预收账款波动增长,分别为2.47亿元、1.97亿元和4.20亿元,2019年增长主要系预收棚改项目政府购买服务资金2.20亿元。

2017—2019年,公司其他应付款持续下降,年均复合下降30.28%,2019年底为31.40亿元,主要由与怀化市财政局的往来款和项目暂借款构成,2019年底下降主要系公司将其中财政往来款与委托代建业务结算产生的应收账款进行冲抵,导致财政往来款余额减少14.12亿元所致。

2017—2019年,公司一年内到期的非流动负债波动增长,分别为8.11亿元、1.00亿元和26.59亿元,2019年底大幅增长主要系公司将存续债券“17怀化城投PPN001”和“17怀化城投PPN001”(将于2020年进入回售期)、“16怀化债”分期还本部分作为一年内到期的应付债券转入该科目。

2017—2019年,公司非流动负债持续下降,年均复合下降8.57%。2019年底,公司非流动负债112.04亿元,较上年底下降7.00%,主要系一年内到期的有息债务纳入流动负债核算所致。公司非流动负债主要由长期借款(占34.29%)和应付债券(占61.25%)构成。

2017—2019年,公司长期借款波动下降,年均复合下降1.85%。2019年底,公司长期借款38.42亿元,较上年底增长24.91%,主要系公司加大筹资力度。公司长期借款全部为政策性银行和商业银行贷款,主要由棚改项目收益权进行质押。

2017—2019年,公司应付债券波动下降,年均复合下降6.02%,2019年底为68.62亿元,较上年底下降17.03%,主要是将一年内到期的

部分调整科目所致。2019 年底，公司存续债券共计 10 只，如下表所示。

表13 截至2019年底公司存续债券情况
(单位: 亿元、%、年)

债券名称	债券余额	票面利率	发行期限	到期日
16 怀化债	10.60	6.20	3+2	2021/3/4
16 怀化专项债	18.16	4.18	7	2023/8/31
16 怀化城投 PPN001	10.00	4.83	5	2021/11/17
17 怀化城投 PPN001	10.00	6.44	3+3+1	2024/7/20
17 怀化城投 PPN002	10.00	6.59	3+3+1	2024/11/2
17 怀化城投 MTN001	5.00	5.88	5	2022/4/10
18 怀化城投 PPN001	10.00	7.50	3+3+1	2025/3/20
19 怀化城投 PPN001	5.00	6.87	3	2022/4/29
19 怀化城投 PPN002	10.00	6.50	3+2	2024/9/20
19 怀化 02	4.40	6.60	2+2+1	2024/6/3
合计	93.16	--	--	--

注: 1. “16 怀化债”发行规模 15.00 亿元, 于 2019 年回售 4.40 亿元; 2. “16 怀化专项债”发行总额 22.70 亿元, 自 2019 年起进入分期还本期

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年, 公司长期应付款持续下降, 年均复合下降 44.88%。2019 年底, 公司长期应付款余额 5.00 亿元, 系国开(北京)新型城镇化发展国信基金(有限合伙)对怀化市保障性安居工程投资有限公司的债务投资款, 年投资回报率为 7.80%, 本报告将其纳入有息债务核算。

有息债务方面, 2017—2019 年, 公司全部债务有所波动, 分别为 147.15 亿元、125.15 亿元和 140.07 亿元。公司有息债务以长期债务为主, 2019 年底短期债务占 20.01%, 长期债务占 79.99%。债务指标方面, 2017—2019 年, 公司资产负债率和全部债务资本化比率有所波动, 长期债务资本化比率持续下降, 2019 年底分别为 54.68%、47.40%和 41.88%。

表 14 公司债务情况(单位: 亿元、%)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	13.11	4.75	28.04	27.26
长期债务	134.04	120.39	112.04	112.20
全部债务	147.15	125.15	140.07	139.46
资产负债率	59.79	54.26	54.68	54.87

全部债务资本化比率	49.61	44.95	47.40	47.20
长期债务资本化比率	47.28	43.99	41.88	41.83

资料来源: 联合资信根据审计报告和财务报表整理

2020 年 3 月底, 公司负债总额 189.70 亿元, 较上年底增长 1.12%, 主要是其他应付款增长 8.68%, 其中长期负债占比(59.15%)较上年底略有下降。2020 年 3 月底, 公司资产负债率较上年底略有上升, 全部债务资本化比率较上年底略有下降, 长期债务资本化比率较上年底变化不大, 以上指标分别为 54.87%、47.20%和 41.83%。

从有息债务期限分布看, 2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年, 公司分别需偿付有息债务(含债券回售) 32.11 亿元、54.38 亿元和 34.06 亿元, 2021 年面临一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

近年来, 公司营业收入和利润总额均小幅波动, 整体盈利能力尚可。

公司营业收入主要来自土地开发整理和代建市政工程业务。2017—2019 年, 公司营业收入小幅波动, 分别为 22.48 亿元、24.14 亿元和 21.79 亿元; 同期, 营业成本波动增长, 年均复合增长 0.45%。公司营业利润率波动下降, 2019 年, 公司营业利润率为 15.08%, 同比下降 6.22 个百分点, 主要系毛利率较高的土地开发整理收入占比下降所致。

2017—2019 年, 公司期间费用波动下降, 2019 年, 公司期间费用 0.68 亿元, 较上年下降 18.21%, 在营业收入中的占比为 3.13%。

2017—2019 年, 公司利润总额小幅波动, 分别为 3.49 亿元、3.50 亿元和 3.41 亿元。2019 年, 公司收到政府补助 0.42 亿元。

表 15 公司盈利情况(单位: 亿元、%)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	22.48	24.14	21.79
利润总额	3.49	3.50	3.41
营业利润率	18.37	21.30	15.08
总资产收益率	1.29	1.42	1.24

净资产收益率	2.34	2.28	2.19
--------	------	------	------

资料来源：联合资信根据审计报告整理

盈利能力指标方面，2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均小幅波动，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.24%和 2.19%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，相当于 2019 年公司营业收入的 23.04%；实现利润总额 0.54 亿元。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流净额大幅下降，为偿还到期债务，公司对外融资力度有所加大。随着在建项目的继续投入及债务偿付高峰的到来，公司或将继续扩大对外融资规模。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入持续下降，年均复合下降 48.82%，主要与财政的往来款流入大幅减少所致。2019 年，公司经营活动现金流入 12.40 亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2017—2018 年，公司现金收入比均大于 100%，2019 年公司现金收入比为 54.47%，较上年下降 46.95 个百分点。近年来公司委托代建业务收入实现系通过账务冲抵完成，未新增应收账款，实际收入实现质量尚可。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量波动增长，2019 年为 31.57 亿元，较上年增长 31.79%，主要是棚改项目投入增加。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额大幅下降，分别为 17.74 亿元、1.42 亿元和 -19.17 亿元。

投资活动方面，公司投资活动主要是购买和赎回理财产品等。2017—2019 年，公司投资活动净现金流分别为 -5.86 亿元、9.55 亿元和 0.91 亿元。

筹资活动方面，近年来公司筹措资金主要用于偿还债务本息和棚改项目投入。2017—2019 年，公司筹资活动现金流入和流出规模均较大，流入量分别为 61.82 亿元、24.58 亿元和 46.79 亿元，资金主要来自发行债券和银行借款，

流出量分别为 59.79 亿元、54.48 亿元和 39.22 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.03 亿元、-29.90 亿元和 7.57 亿元。

表 16 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	47.32	25.38	12.40
经营活动现金流出量	29.59	23.96	31.57
经营活动现金流净额	17.74	1.42	-19.17
投资活动现金流净额	-5.86	9.55	0.91
筹资活动现金流净额	2.03	-29.90	7.57
现金收入比	109.12	101.42	54.47

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 3.88 亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出 4.98 亿元，主要是项目投入；公司经营活动现金净流出 1.10 亿元。同期，公司投资活动无现金流动；筹资活动现金流系借款及偿还债务本息，筹资活动现金净流出 0.21 亿元。

6. 偿债能力

公司存在一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标弱，考虑到公司拥有较为充足的土地资源，作为怀化市重要的基础设施建设主体并得到政府的持续支持，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均呈波动上升趋势，2019 年底分别为 429.10%和 278.37%；2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 422.18%和 275.24%，较上年底略有下降。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 20.11%、2.32%和 -25.38%。2019 年底，公司现金短期债务比由上年底的 6.29 倍下降至 0.65 倍，2020 年 3 月底，公司现金短期债务比进一步下降至 0.62 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。公司存在一定的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 有所增长，分别为 4.36 亿元、4.49 亿元和 4.19 亿元；EBITDA 利息倍数有所上升，

分别为 0.36 倍、0.52 倍和 0.52 倍；公司全部债务/EBITDA 有所波动，分别为 33.74 倍、27.86 倍和 33.39 倍。公司长期偿债指标弱。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 6 月底，公司获得银行授信总额为 75.58 亿元，未使用额度为 33.67 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产及收入主要集中在母公司，母公司整体债务负担一般。

2019 年底，母公司资产总额 300.77 亿元，较上年底下降 1.19%，母公司资产以流动资产为主（占 91.48%）。2019 年底，母公司流动资产 275.15 亿元，主要由存货、其他流动资产和预付款项构成；非流动资产 25.61 亿元，主要是长期股权投资和投资性房地产。

2019 年底，母公司所有者权益为 152.94 亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本和资本公积合计分别占 2.35%和 73.92%。

2019 年底，母公司负债总额 147.82 亿元，较上年底下降 3.27%。其中，流动负债 79.20 亿元（占比 53.58%），非流动负债 68.62 亿元（占比 46.42%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 51.89%）和一年内到期的非流动负债（占 31.19%）构成，非流动负债全部是应付债券。母公司 2019 年底资产负债率为 49.15%，较 2018 年下降 1.06 个百分点。

2019 年，母公司营业总收入为 18.19 亿元，利润总额为 2.30 亿元，分别同比下降 12.08%和 13.49%。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 302.35 亿元，所有者权益 153.44 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 4.99 亿元，利润总额 0.49 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模 0.00 亿元，

发行规模上限 12.00 亿元，按发行规模上限计算（以下同），相当于 2020 年 3 月底公司长期债务的 10.70%、全部债务的 8.60%。

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 54.87%、47.20%和 41.83%。以 2020 年 3 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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上升至 56.39%、49.26%和 44.33%；考虑到公司本期中期票据全部用于偿还债务融资工具，公司实际债务负担将低于上述指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 47.32 亿元、25.38 亿元和 12.40 亿元，分别为本期中期票据的 3.94 倍、2.11 倍和 1.03 倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 17.74 亿元、1.42 亿元和 -19.17 亿元，分别为本期中期票据的 1.48 倍、0.12 倍和 -1.60 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 4.36 亿元、4.49 亿元和 4.19 亿元，分别为本期中期票据的 0.36 倍、0.37 倍和 0.35 倍。

经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力一般，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较弱。考虑到公司较为充足的土地资源以及政府的大力支持，公司偿还本期中期票据的能力很强。

十、结论

公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，在业务规模和区域地位上具有明显优势，在财政补贴、政府债务置换等方面得到政府的大力支持。近年来，公司业务持续发展，公司营业收入和利润总额均小幅波动，收入实现质量尚可。

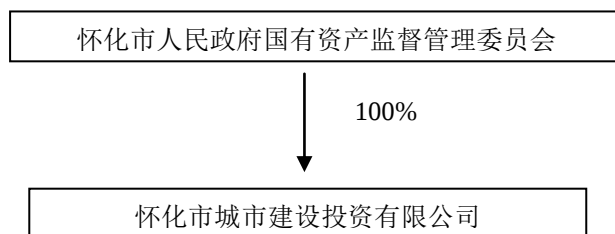
近年来，公司资产规模波动下降，其中基础设施建设和土地整理投入占比较高，基建投

资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大，总体看公司资产流动性较弱，资产质量一般。公司经营活动现金流净额大幅下降，对外融资力度有所加大，有息债务规模有所增长，整体债务负担尚可，2021 年面临一定的集中兑付压力，公司或将继续扩大对外融资规模。考虑到公司拥有较为充足的土地资源，作为怀化市重要的基础设施建设主体并得到政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

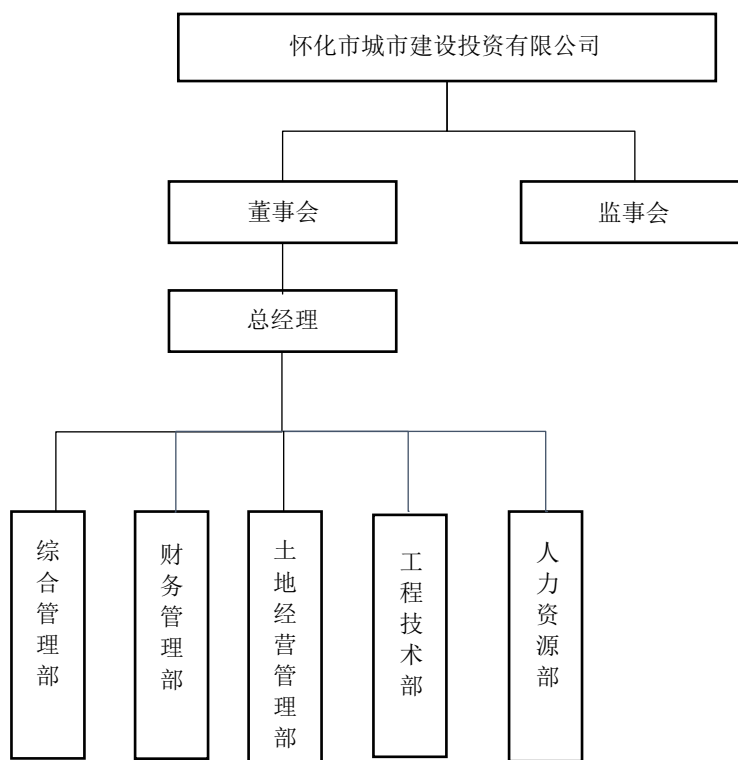
未来随着怀化市基础设施建设的持续推进，公司资产规模有望扩大，加之怀化市政府对公司持续稳定的支持，公司发展前景良好。

综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

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 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		经营范围
			直接	间接	
1	怀化市城投房地产开发有限公司	3000.00	100.00	--	房地产开发(办理资质证后方可经营);经济信息咨询;建筑机械设备;建筑材料的销售
2	开元发展(怀化)投资有限责任公司	20000.00	100.00	--	政府指定范围内的项目土地整理和储备,按政府规定的方式取得土地使用权后的土地综合开发;向未上市企业进行股权投资或其他法律法规允许的方式进行投资等
3	怀化城市资产经营有限公司	1000.00	100.00	--	依法经营管理市政府授权的国有资产;城市规划区内的土地经营;投资城市基础设施形成的资产的经营管理(城市管理、桥梁、码头、广场、体育场馆、公共场地的公益性资产的管理及冠名代理服务);道路公共泊车经营管理;房屋投资与销售及房屋租赁;工程建设;地下管沟管网经营管理;城市广告的策划、设计、制作、发布;停车场(楼)经营服务;物业管理和咨询
4	怀化市保障性安居工程投资有限公司	8500.00	100.00	--	怀化市城区保障性安居工程投融资及建设;房地产开发经营及物业管理
5	怀化紫东设计咨询有限公司	50.00	100.00	--	市政道路、园林景观设计;可研及环评报告编制、水土保持方案及防洪影响评价报告编制的服务;预算及项目手续办理的咨询服务
6	怀化正鑫建材有限责任公司	1000.00	100.00	--	水泥混凝土装饰制品制造;水泥、石灰和石膏制造;沥青混凝土销售;石灰石、石膏开采;矿产品、建材的生产及销售;化工产品制造(不含危险及监控化学品);花卉苗木的种植及销售;亮化工程的施工;灯具、装饰物品批发;机械设备租赁;工程项目管理及技术咨询服务;土地整理及储备土地前期开发及配套建设
7	湖南怀城会展服务有限公司	200.00	100.00	--	会议及展览服务;展览陈列工程设计与施工;企业形象策划服务;文化活动的组织与策划;经济与商务咨询服务(不含金融、证券、期货咨询);广告设计、广告制作服务;广告国内代理服务;广告发布服务;自有场地租赁;停车场运营管理;文化用品、体育用品、玩具销售;物业管理;仓储管理服务;餐饮服务;体育活动的组织与策划;商业活动组织、策划;户外拓展服务;文艺表演、娱乐活动的策划和组织;图文制作;为政府部门提供社保和医保管理服务;票务代售服务;公司礼仪服务;市场经营管理;政府采购代理;机器人竞赛活动组织策划票

资料来源:公司提供

附件 2 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）	48.22	29.90	18.30	16.99
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	345.70
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	156.00
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	27.26
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	112.20
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	139.46
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	5.02
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	0.54
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	-1.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.97	5.36	4.84	--
存货周转次数（次）	0.14	0.15	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	109.12	101.42	54.47	0.93
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	13.20
总资本收益率（%）	1.29	1.42	1.24	--
净资产收益率（%）	2.34	2.28	2.19	--
长期债务资本化比率（%）	47.28	43.99	41.88	41.83
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	47.20
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.87
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	422.18
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	275.24
经营现金流动负债比（%）	20.11	2.32	-25.38	--
现金短期债务比（倍）	3.68	6.29	0.65	0.62
全部债务/EBITDA（倍）	33.74	27.86	33.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.52	0.52	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分调整至长期债务

附件 3 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）	32.25	19.51	13.24	10.56
资产总额（亿元）	338.76	304.40	300.77	302.35
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	153.44
短期债务（亿元）	10.27	1.93	26.16	25.54
长期债务（亿元）	97.55	85.87	68.62	68.62
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	94.16
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	4.99
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	0.49
EBITDA（亿元）	3.48	3.24	2.56	--
经营性净现金流（亿元）	24.07	2.24	-8.67	-0.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.87	4.60	4.05	--
存货周转次数（次）	0.14	0.14	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	104.48	105.93	32.50	0.00
营业利润率（%）	16.36	20.60	11.17	13.07
总资本收益率（%）	1.33	1.33	1.03	--
净资产收益率（%）	2.06	1.78	1.50	--
长期债务资本化比率（%）	39.59	36.16	30.97	30.90
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	38.03
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.25
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	344.69
速动比率（%）	197.52	248.69	211.00	210.14
经营现金流动负债比（%）	26.06	3.35	-10.95	--
现金短期债务比（倍）	3.14	10.09	0.51	0.41
全部债务/EBITDA（倍）	30.98	27.10	4.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.31	0.52	0.32	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分调整至长期债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据:增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据:增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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%
现金短期负债比	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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 怀化市城市建设投资有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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。

怀化市城市建设投资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 3 个月内发布跟踪评级报告。

怀化市城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对怀化市城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，怀化市城市建设投资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怀化市城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现怀化市城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对怀化市城市建设投资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。

如怀化市城市建设投资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怀化市城市建设投资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怀化市城市建设投资有限公司联系，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。