

信用评级公告

联合〔2021〕737号

联合资信评估股份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 2021 年度第一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 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月二日



怀化市城市建设投资有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：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 8 亿元，分为品种一和品种二，两个品种间可以进行双向回拨

本期中期票据期限：品种一为 2+1 年，品种二为 1+1+1 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：2021 年 2 月 2 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	
外部支持						1	

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、债务置换和股权划拨等方面的大力支持。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较大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。

公司承接了怀化市大量基础设施建设和土地一级开发业务，区域地位稳固，怀化市政府对公司提供持续稳定的支持，未来随着怀化市基础设施建设的持续推进，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，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 经营环境良好。**近年来，怀化市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 95.29 亿元，同比增长 6.2%。
- 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。
- 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

- 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。

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：刘沛伦 汪宜徽

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. 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。
3. 存在资本支出压力。截至 2020 年 9 月底，公司在建和拟建的主要代建市政工程项目待投资超 42 亿元。
4. 存在集中偿付压力。公司 2021 年需偿还有息债务本息近 60 亿元，面临较大的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	48.22	29.90	18.30	19.57
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	348.98
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	157.72
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	45.82
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	100.45
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	146.27
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	13.43
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	2.26
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	2.15
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	12.68
净资产收益率（%）	2.34	2.28	2.19	--
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.81
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	48.12
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	587.31
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	384.92
现金收入比（%）	109.12	101.42	54.47	21.07
现金短期债务比（倍）	3.68	6.29	0.65	0.43
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 9 月
资产总额（亿元）	338.76	304.40	300.77	306.86
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	154.32
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	103.82
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	13.34
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	1.37
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.71
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	40.22
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	454.34
经营现金流流动负债比（%）	26.06	3.35	-10.95	--

注：1. 2020 年三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计算；3. 将于 2021 年 1—9 月到期或回售概率较高的债券由长期债务调整入短期债务

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	2020/9/14	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、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

2021 年度第一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9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9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6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（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9月底，公司资产总额348.98亿元，所有者权益157.72亿元（含少数股东权益

45.15万元）；2020年1—9月，公司实现营业收入13.43亿元，利润总额2.26亿元。

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30.00亿元中期票据的注册（中市协注〔2020〕MTN337号），本期计划在注册额度内发行2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过8.00亿元；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。本期中期票据分为两个品种，品种一发行规模不超过4.00亿元，期限为2+1年，附第2年末公司调整票面利率选择权与投资者回售选择权；品种二发行规模不超过4.00亿元，期限为1+1+1年，附第1年末及第2年末公司调整票面利率选择权与投资者回售选择权。公司与主承销商、联席主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。任一品种发行金额可以结合簿记情况调整为0.00亿元，两个品种的最终发行金额合计不超过8.00亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。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较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同

比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分

别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。

2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，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，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1

万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，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，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业

困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其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。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，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

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。2020 年 7 月 30 日召开的

中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，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。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，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；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增

速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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期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/会议名称	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	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 to 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。2021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，怀化市分别实现地区生产总值1503.97亿元、1513.27亿元和1616.64亿元，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财政决算报告，2019年怀化市完成地方一般公共预算收入95.29亿元，增长6.2%；收到上级补助收入313.08亿元；完成政府性基金收入138.47亿元。2019年，怀化市完成一般公共预算支出470.31亿元，增长1.7%，财政自给率为20.26%，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月度快报，2020年1—9月，怀化市地区生产总值同比增长1.9%，固定资产投资额同比增长8.8%；2020年1—11月，怀化市地方一般公共预算收入88.44亿元，

同比增长 5.0%。

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 9 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 年由怀化市政府批准成立以来，承担了市域范围内大量的市政工程和土地开发任务，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 9 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 家市级基础设施建设主体，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”）、怀化高新产业投资发展集团有限公司（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。

表 3 怀化市市级基础设施建设主体 2019 年财务概况
(单位: 亿元、%)

项目名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
怀化市城市建设投资有限公司	343.06	155.46	21.79	3.41	54.68
怀化市交通建设投资有限公司	136.36	44.61	13.68	1.85	67.28
怀化高新产业投资发展集团有限公司	193.75	117.26	8.77	3.54	39.48
怀化经济开发区开发建设投资有限公司	120.05	53.76	7.28	2.17	55.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 人员素质

截至 2020 年 9 月底，公司拥有董事长 1 名、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县委常委、县委办主任，湖南省怀化市鹤城区委常委、常务副区长，怀化市辰溪县委副书记、县长，怀化市水库移民管理局党组成员、副局长；自 2020 年 7 月起任公司党委书记、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，怀化交投党组成员、副总经理；自 2020 年 6 月起任公司党委副书记、总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司在职员工 134 人。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历人员占 62.69%、大专学历人员占 27.61%、高中及以下学历的人员占 9.70%；从员工年龄构成来看，30 岁及以下的人员占 10.45%、31~50 岁的人员占 80.60%、51 岁及以上的人员占 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年和2020年1—9月,公司分别收到怀化市政府拨付的财政补助0.42亿元和1.11亿元,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”,现金流体现在“收到其他与经营活动有关的现金”;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“销售商品、提供劳务支付的现金”。

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12月29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

公司建立了较为规范的法人治理结构和较为完善的内部管理制度,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，并报怀化市人民政府确定，经理对董事会负责，列席董事会会议。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。

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公司稳定性、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，设立城市基础设施项目库，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道路工程，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整理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—9月，公司实现营业收入13.43亿元，相当于2019年收入的61.64%，公司业务综合毛利率为15.66%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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	2.16	16.07	31.40
代建市政工程	11.95	53.18	13.67	18.81	77.91	13.67	19.23	88.24	14.42	10.93	81.40	13.04
其他	0.42	1.85	-9.70	0.46	1.90	-0.36	0.45	2.05	-1.44	0.34	2.52	-0.14
合计	22.48	100.00	19.21	24.14	100.00	21.95	21.79	100.00	15.90	13.43	100.00	15.66

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，公司通过国土资源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。

2020年1—9月，公司土地整理共投入1.48亿元，前期整理的地块共出让了110.91亩，实现土地整理收入2.16亿元，已全部回款。

表5 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—9月
土地开发	开发完成面积	453.00	350.00	400.00	200.00
	开发总投入	20385.00	21000.00	28000.00	14810.00
	平均开发投入	45.00	60.00	70.00	74.05
土地出让	出让面积	648.73	280.43	95.45	110.91
	土地整理总收入	101090.97	48743.19	21151.40	21589.00
	平均出让价格	155.83	173.82	221.60	194.65
	平均出让成本	113.81	76.50	172.74	133.53

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9月底，公司在开发土地共20宗，总投资21.84亿元，已投资7.42亿元，待投资14.42亿元；2020年10—12月、2021年和2022年，公司分别计划投入2.82亿元、4.51亿元和3.41亿元。

截至2020年9月底，公司库存土地共计132宗，总面积12736.79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113.88亿元。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代建和棚户区改造，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，公司代建市政工程施工收入持续增长，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。

公司代建市政工程施工业务的经营模式为：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，公司早期将市政工程项目投入计入“预付款项”，待竣工验收后转入“其他流动资产”；目前，公司将已开票的代建市政工程项目投入直接计入“其他流动资产”，待完成决算确认收入时转入“存货”再结转成本。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2020年9月底，公司已完工并签订回购合同的主要工程项目共19个，总投资92.94亿元，已回购金额98.89亿元，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”，公司确认收入16.21亿元，2020年1—9月回购项目为“江秀片区路网”，公司确认收入10.93亿元；以上项目确认收入后一部分通过现金回款，一部分形成“应收账款”后冲抵了“其他应付款”中与怀化市财政局的往来款。

表6 截至2020年9月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	4.80	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

项目名称	总投资	已回购金额
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
江秀片区路网	9.50	10.93
合计	92.94	98.89

资料来源:公司提供

截至2020年9月底,公司主要在建代建市政工程项目包括舞水河延长线综合治理2、怀化市杨村城市路网工程等,计划总投资96.14亿元,已投资71.11亿元,待投资25.03亿元,未来所投入资金主要来自怀化市政府财政预算安排和棚改专项贷款。

表7 截至2020年9月底公司主要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9月底已投资	2020年10-12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	14.05	0.69	1.20	1.80	是
太平溪综合治理2	18.31	16.62	0.76	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	5.88	0.12	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
太平桥片区棚户区改造项目	19.00	14.36	0.36	1.30	1.50	--
合计	96.14	71.11	3.57	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,资金投入来自棚改专项债;3.部分项目阶段投资已超概

资料来源:公司提供

截至2020年9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8 截至2020年9月底公司主要拟建代建市政工程项目情况(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

公司棚户区改造项目由子公司保障投公司具体实施。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9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 9 月底，上述项目已

如期实现回款，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—9 月公司收到回款 2.52 亿元，尚未确认为收入。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9 截至2020年9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	2020年9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	15.07	--
城中村棚户区改造项目（一期）	16.18	23.34	9.02	7.16
城中村棚户区改造项目（二期）	18.19	29.36	11.99	6.20
合计	47.90	73.16	36.08	13.36

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10 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	2020年1—9月
回款金额	2.00	3.30	3.48	2.52
确认收入	2.00	3.30	3.48	0.00
结转成本	1.50	2.30	2.44	0.00

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 年三季度财务报表，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 年三季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 6 家。2018—2019 年，公司各投资设立 1 家一级子公司；2020 年 1—9 月，公司注销了 1 家一级子公司。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 9 月底，公司资产总额 348.98 亿元，所有者权益 157.72 亿元（含少数股东权益 45.15 万元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 13.43 亿元，利润总额 2.26 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 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 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	330.47	94.69
货币资金	47.92	12.89	29.84	8.91	18.30	5.33	19.57	5.61
预付款项	68.31	18.38	74.95	22.37	93.20	27.17	93.35	26.75
存货	131.59	35.40	113.14	33.77	113.88	33.20	113.88	32.63
其他流动资产	89.28	24.02	81.00	24.18	82.03	23.91	88.18	25.27
非流动资产	20.57	5.53	20.88	6.23	18.84	5.49	18.52	5.31
投资性房地产	11.68	3.14	11.42	3.41	11.02	3.21	10.72	3.07
资产总额	371.69	100.00	335.05	100.00	343.06	100.00	348.98	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 12 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 年将有大额土地解押。

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13 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、%）

项目名称	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。

2020 年 9 月底，公司资产总额 348.98 亿元，较上年底增长 1.73%，主要是其他流动资产增加 6.15 亿元，公司流动资产占比（94.69%）较上年底略有上升。

2020 年 9 月底，公司受限资产 6.46 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 1.85%。

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 年公司面临较大的集中兑付压力。

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%。

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 9 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，公司负债总额波动下降，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 PPN002”（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所致。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。

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计算。

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 9 月
短期债务	13.11	4.75	28.04	45.82
长期债务	134.04	120.39	112.04	100.45
全部债务	147.15	125.15	140.07	146.27
长期债务资本化比率	47.28	43.99	41.88	38.91
全部债务资本化比率	49.61	44.95	47.40	48.12
资产负债率	59.79	54.26	54.68	54.81

注：将需要于 2021 年前三季度兑付的“16 怀化专项债”分期还本 4.54 亿元和回售概率较大的“16 怀化债”“19 怀化 02”“18 怀化城投 PPN001”余额共计 25.00 亿元由长期债务调整至短期债务
资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

2020 年 9 月底，公司负债总额 191.26 亿元，较上年底增长 1.95%，主要是新发行两期中期票据共计 22.00 亿元，其中 12.00 亿元将用于 2020 年 11 月和 2021 年 3 月的债券还本或回售。2020 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底略有上升，长期债务资本化比率较上年底下降 2.97 个百分点，以上指标分别为 54.81%、48.12%和 38.91%。

截至 2020 年底，公司存续债券共计 10 只，如下表所示。

表 15 截至 2020 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 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
20 怀化城投 MTN001	10.00	6.47	3+2	2025/6/24
20 怀化城投 MTN002	12.00	5.97	3+2	2025/9/21
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：联合资信根据公开资料和企业提供资料整理

从 2020 年底公司有息债务期限分布看，2021—2023 年，公司需偿付有息债务本息（含债券回售）分别为 59.74 亿元、35.49 亿元和 32.53 亿元，2021 年面临较大的集中兑付压力。

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，公司期间费用有所波动，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 16 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
总资本收益率	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—9 月，公司实现营业收入 13.43 亿元，同比下降 8.14%，相当于 2019 年公司营业收入的 61.64%；实现利润总额 2.26 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%，主要系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 17 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—9 月, 公司经营活动现金流入 11.35 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 9.19 亿元, 主要是项目投入; 公司经营活动现金净流入 2.15 亿元。同期, 公司投资活动现金净流出 11.56 亿元, 主要是棚改项目投入; 筹资活动现金流主要系发行债券、银行贷款及偿还债务本息, 筹资活动现金净流入 10.67 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱, 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 9 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 587.31% 和 384.92%, 较上年底均有所提升。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 9 月底, 公司现金短期债务比继续下降至 0.43 倍。公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 有所波动, 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 9 月底, 公司为怀化经济开发

区舞水国有资产经营管理有限责任公司提供对外担保 0.97 亿元, 该公司为国有独资企业, 公司对外担保比率为 0.61%, 或有负债风险可控。

截至 2020 年 9 月底, 公司获得银行授信总额为 79.50 亿元, 未使用额度为 43.30 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 12.07% 和 15.01%。

2020 年 9 月底, 母公司资产总额 306.86 亿元, 所有者权益为 154.32 亿元, 母公司资产负债率为 49.71%; 2020 年 1—9 月, 母公司实现营业收入 13.34 亿元, 利润总额 1.37 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 元,

发行规模上限 8.00 亿元，按发行规模上限计算（以下同），相当于 2020 年 9 月底公司长期债务的 7.96%、全部债务的 5.47%。

2020 年 9 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 54.81%、48.12% 和 38.91%。以 2020 年 9 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 55.82%、49.45% 和 40.75%；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 5.92 倍、3.17 倍和 1.55 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 2.22 倍、0.18 倍和 -2.40 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 0.55 倍、0.56 倍和 0.52 倍。

经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力尚可，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。

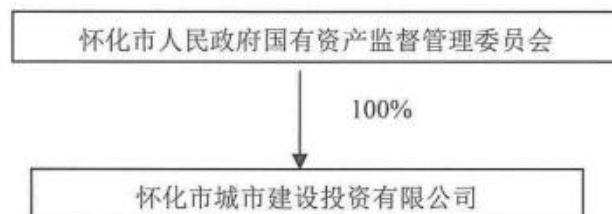
近年来，公司资产规模波动下降，其中基础设施建设和土地整理投入占比较高，基建投

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 年面临较大的集中兑付压力，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和土地一级开发主体得到政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

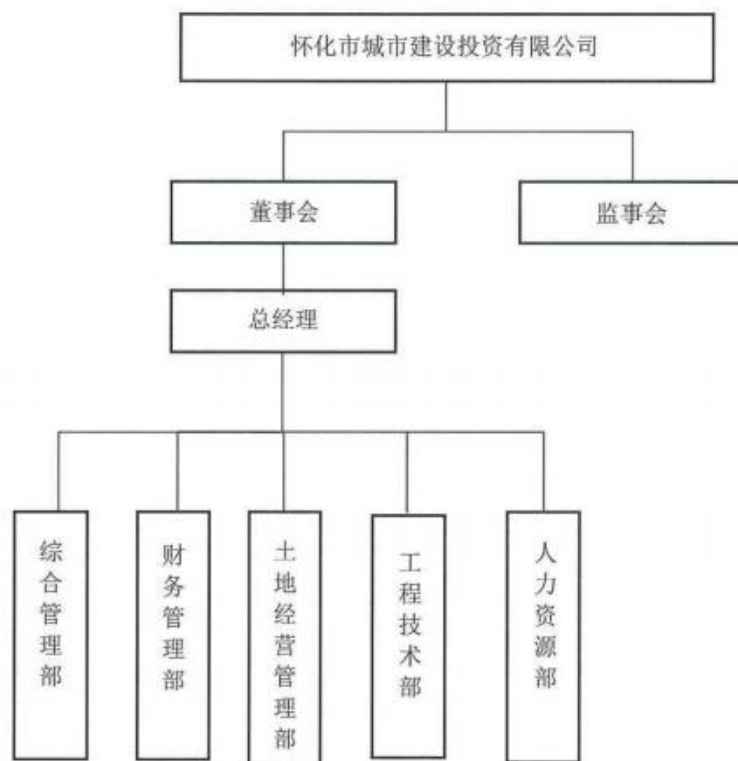
未来随着怀化市基础设施建设的持续推进，公司资产规模有望扩大，加之怀化市政府对公司持续稳定的支持，公司发展前景良好。

综合评估，联合资信认为公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿付的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司纳入合并范围一级子公司

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	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

注: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持股系名股实债
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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	48.22	29.90	18.30	19.57
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	348.98
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	157.72
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	45.82
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	100.45
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	146.27
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	13.43
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	2.26
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	2.15
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	21.07
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	12.68
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	38.91
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	48.12
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.81
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	587.31
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	384.92
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	0.43
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 年三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计算；3. 将于 2021 年 1—9 月到期或回售概率较高的债券由长期债务调整入短期债务

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	32.25	19.51	13.24	15.74
资产总额（亿元）	338.76	304.40	300.77	306.86
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	154.32
短期债务（亿元）	10.27	1.93	26.16	42.74
长期债务（亿元）	97.55	85.87	68.62	61.08
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	103.82
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	13.34
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	1.37
EBITDA（亿元）	3.48	3.24	2.56	--
经营性净现金流（亿元）	24.07	2.24	-8.67	0.56
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	15.97
营业利润率（%）	16.36	20.60	11.17	12.52
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	28.36
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	40.22
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.71
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	454.34
速动比率（%）	197.52	248.69	211.00	279.87
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	0.37
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 年三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计算；3. 将于 2021 年 1—9 月到期或回售概率较高的债券由长期债务调整入短期债务

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

联合资信评估股份有限公司关于 怀化市城市建设投资有限公司 2021 年度第一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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。