

跟踪等级公告

联合[2015] 1190 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确认维持衡阳市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09衡城投债/09衡城投”和“12衡阳城投债/12衡城投”债券AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

衡阳市城市建设投资有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 衡城投债/ 09 衡城投	15 亿元	2009/11/16- 2016/11/16	AA ⁺	AA ⁺
12 衡阳城投债/ 12 衡城投	18 亿元	2012/08/13- 2019/08/13	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2015 年 7 月 8 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.8	18.08	40.58	38.24
资产总额(亿元)	256.88	347.46	439.07	443.34
所有者权益合计(亿元)	165.44	237.66	269.22	271.54
长期债务(亿元)	66.61	72.92	108.44	107.85
全部债务(亿元)	72.55	84.24	137.87	134.88
主营业务收入/营业收入(亿元)	12.82	16.40	18.86	4.12
利润总额(亿元)	3.70	4.00	4.43	1.10
EBITDA(亿元)	5.58	6.81	7.54	2.39
经营性净现金流(亿元)	9.34	6.28	-2.73	-1.62
主营业务利润率/营业利润率(%)	9.00	14.19	15.41	16.29
净资产收益率(%)	2.31	1.68	1.64	0.40
资产负债率(%)	35.52	31.60	38.68	38.75
全部债务资本化比率(%)	30.46	26.17	33.87	33.19
流动比率(%)	974.64	775.41	596.08	585.01
全部债务/EBITDA(倍)	13.00	12.38	18.29	14.09
经营现金流流动负债比(%)	41.04	17.31	-4.50	-2.55

注：1.2012 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2014 年起会计准则发生变化，对财务报表项目进行了追溯调整，故 2013 年财务数据为 2014 年审计报告期初数；

2.2015 年一季度财务报表未经审计。

分析师

陈茜 王治 过国艳 章演

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

衡阳市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市城市基础设施建设投融资主体。跟踪期内，衡阳市财政收入持续增长，衡阳市政府通过资产整合、项目回购、资金补贴等方式对衡阳市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）进行稳定持续支持；资产规模快速增长。但公司自身盈利能力及资产流动性较偏弱、公司债务快速扩张等不利因素可能对公司信用状况产生负面影响。

未来几年，随着城市建设力度的不断加大，政府代建业务将扩大，不断增强的财政实力为公司持续获得政府回购款、资金补贴和债务偿还支持提供了保障，有望继续支撑公司的信用基本面。

“09 衡城投债/09 衡城投”和“12 衡阳城投债/12 衡城投”均设立专项偿债资金专户，各以三宗土地使用权进行抵押担保。跟踪期内“09 衡城投债/09 衡城投”与“12 衡阳城投债/12 衡城投”抵押资产价值有所下降，对存续债券的覆盖程度依然较高。“12 衡阳城投债/12 衡城投”设置本金提前偿还条款，分期偿还有助于降低集中偿付风险。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“09 衡城投债/09 衡城投”、“12 衡阳城投债/12 衡城投”AA⁺的信用等级。

优势

1. 衡阳市区域经济持续发展，财政收入持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府支持，回购款和资金补贴到位情况良好，收入及利润持续增长。
3. 公司土地抵押资产价值对“09 衡城投债”

/09 衡城投”和“12 衡阳城投债/12 衡城投”的覆盖程度虽然有所下降，但是债券偿付的安全性仍然较高。

关注

1. 跟踪期内，公司利润持续增长，但主要来源于政府补贴，自身盈利能力仍然较弱，债务规模快速扩大。
2. 公司其他应收款规模大，土地资产占比高，资产流动性偏弱，资金周转压力大。
3. 房地产调控政策频繁，公司抵押的土地资产变现价值存在一定不确定性。
4. 近两年，“09 衡城投债/09 衡城投”募投项目政府回购资金已到位，公司均未按协议约定将相关资金固化至相应账户。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与衡阳市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与衡阳市城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因衡阳市城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由衡阳市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于衡阳市城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

衡阳市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）前身是衡阳市城市建设投资开发有限公司，是衡阳市人民政府投资组建的有限责任公司。历经多次资产重组和土地注入，截至2014年底，公司注册资本为3.00亿元人民币。

公司是衡阳市人民政府出资成立的国有独资公司，作为衡阳市城市基础设施建设投融资主体，目前公司主要承担四大职能：一是运营政府授权的国有资产；二是管理政府指定由公司作为业主的建设投资项目；三是经营政府授权的户外广告、停车位等城市资源；四是土地收储，土地开发，房地产开发。

截至2014年底，公司设立了财务部、融资部、审计部、投资一部、投资二部、发展部、群工部、人事宣传教育部、工会、办公室、总工程师。

截至2014年底，公司合并资产总额439.07亿元，所有者权益269.22亿元；2014年公司实现营业收入18.86亿元，利润总额4.43亿元。

公司注册地址：衡阳市蒸湘南路29号房地大厦10楼；法定代表人：陈映森。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服

务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一

定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预 [2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、

隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金 [2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发 [2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平

衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓解。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 衡阳市区域经济

根据《衡阳市2014年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，衡阳市全年实现地区生产总值（GDP）2395.56亿元，按可比价格计算，增长9.9%。其中，第一产业实现增加值364.69亿元，增长4.5%；第二产业实现增加值1119.88

亿元，增长9.1%；第三产业实现增加值910.98亿元，增长13.1%。一、二、三产业对全市经济增长贡献率分别为6.7%、44.3%、49.0%，分别拉动全市GDP增长0.7、4.4、4.8个百分点。按常住人口计算，人均地区生产总值32921元，增长9.1%。全市三次产业比为15.2：46.8：38.0。与上年相比，一、二产业占比分别下降0.4、1.1个百分点，三产业占比提高1.5个百分点。其中，工业增加值占GDP比重为40.9%，对经济增长贡献率达38.7%，拉动GDP增长3.8个百分点；高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为13.0%；非公有制经济增加值占地区生产总值的比重为64.2%。

2014年全市固定资产投资（不含农户）1767.01亿元，增长22.9%。其中，城镇和非农户固定资产投资1628.72亿元，增长22.8%；国有投资540.96亿元，增长41.4%。年内新开工项目个数2151个，增长13.2%。

2014年全市工业固定资产投资821.09亿元，增长13.1%。其中，工业技术改造投资503.02亿元，增长4.5%，工业投资占固定资产投资的比重为46.5%；制造业投资682.45亿元，增长3.3%；电力、燃气及水的生产供应业投资58.14亿元，增长40.4%。全市基础设施投资362.13亿元，增长54.1%。全市房地产投资完成138.29亿元，增长24.2%。商品房销售面积390.65万平方米，增长1.6%。

3. 衡阳市财政收入

全市财政收入达到235.66亿元，增长11.2%。其中，一般预算收入173.36亿元，增长11.3%。一般预算支出412.98亿元，增长13.4%。从2014年财政总收入占GDP的比重来看，衡阳市为9.84%，较2013年9.77%略有增长，增幅缓慢主要系：首先衡阳市第一产业占比过高，而第一产业基本不产生税收收入；其次是衡阳市工业单体规模小、技术含量低，规模以下工业占比高于全国平均水平，而这类企业创税能力较低。

从衡阳市本级财政收入结构看，2014年衡

阳市本级地方综合财力为 250.68 亿元，较 2013 年增长 32.51%，主要系国有土地使用权出让金增长 82.30 亿元。截至 2014 年底，衡阳市本级财政中一般预算收入占 35.01%，转移支付和税收返还收入占 15.04%，国有土地使用权出让收入占 48.83%。

衡阳市本级地方政府债务主要由直接债务

及担保债务两部分构成。截至 2014 年底，衡阳市政府全部债务余额 230.12 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），较 2013 年直接债务大幅增长，增幅 129.83%，债务率为 88.85%。衡阳市地方政府债务水平较高。

总体来看，衡阳市财政收入主要来源国有土地使用权出让收入，地方政府债务水平较高。

表1 截至2014年底衡阳市本级地方政府财力债务状况（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 12 月 31 日）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	2227224.89	（一）地方一般预算本级收入	877726
1、外国政府贷款	13256	1、税收收入	419550
2、国际金融组织贷款	22865.94	2、非税收入	458176
（1）世界银行贷款	69.85	（二）转移支付和税收返还收入	377133
（2）亚洲开发银行贷款	10602.16	1、一般性转移支付收入	208779
（3）国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	111226
（4）其他国际金融组织贷款	12193.93	3、税收返还收入	57128
3、国债转贷资金	1220.73	（三）国有土地使用权出让收入	1224176
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	1200176
5、解决地方金融风险专项借款	4920	2、国有土地收益基金	21000
6、国内金融机构借款	1286903.69	3、农业土地开发资金	3000
（1）政府直接借款	185648.69	4、新增建设用地有偿使用费	--
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	1101255	（四）预算外财政专户收入	27785
7、债券融资	528600		
（1）中央代发地方政府债券	118600		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	410000		
8、粮食企业亏损挂账	21784.26		
9、向单位、个人借款	122474.05		
10、拖欠工资和工程款	155979.58		
11、其他	69220.64		
（二）担保债务余额	147929.23		
1、政府担保的外国政府贷款	--		
2、政府担保的国际金融组织贷款	--		
（1）世界银行贷款	--		
（2）亚洲开发银行贷款	--		
（3）国际农业发展基金会贷款	--		

(4) 其他国际金融组织贷款	--		
3、政府担保的国内金融机构借款	134036		
4、政府担保的融资平台债券融资	--		
5、政府担保向单位、个人借款	2444		
6、其他	11449.23		
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	2301189.51	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	2506820
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	88.85%		

资料来源：衡阳市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，衡阳市人民政府为公司出资人和实际控制人。

2. 企业规模

公司作为衡阳市城市基础设施建设投融资主体，目前公司主要承担四大职能：一是运营政府授权的国有资产；二是管理政府指定由公司作为业主的建设投资项目；三是经营政府授权的户外广告、停车位等城市资源；四是土地收储，土地开发，房地产开发。

3. 人员素质

目前公司本部高管人员包括董事长、总经理、监事长等合计 9 人。

陈映森，男，1962年生，研究生，衡阳县人，历任衡阳市经贸委副科长、科长、主任助理、党组成员，湖南省天宇集团总公司副总经理，现任公司党组书记、董事长。

截至2015年3月底，公司本部在职人员189人。从文化程度来看，大专以上学历人员占97%，高中或中专学历人员占3%；从年龄分布来看，30~50岁人员占90%，30岁以下占10%。公司本部员工整体素质较高，年龄结构满足公司经营管理的需要。

截至2015年3月底，公司下属重要的子公司员工情况（见下表）。可以看出，目前子公司的人员素质一般，但基本符合其所在行业人

员需求的特征。

表 2 截至 2015 年 3 月底重要子公司人员情况统计表

公司名称	文化素质构成			年龄结构			总人数
	初中以下	高中中专	大专以上	30岁以下	30至50岁	50岁以上	
自来水公司	98	634	847	642	789	148	1579
道路公司	121	29	78	47	115	66	228

资料来源：公司提供

总体看，公司本部高管人员具有丰富的政府工作背景，在公司经营管理初期有利于公司及衡阳市基础建设的发展；公司员工素质基本能满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

2013年根据《衡阳市人民政府关于同意划转衡阳市行政事业资产经营有限公司股权及对投入衡阳市行政事业资产经营有限公司房产评估价值进行确认的批复》，自2013年12月31日起，将衡阳市行政事业资产经营有限公司（以下简称“经营公司”）100%国有股权无偿划转至公司，划入时经营公司的净资产约为32.77亿元，账务核算时计入公司的“资本公积”。

根据衡阳市人民代表大会衡常发[2009]3号文规定，2009~2016年公司将获得不少于22亿元的补贴收入，专项用于公司城市基础设施项目建设和公司债券本息偿付，上述补贴列入财政预算；财务核算时计入公司“补贴收入-财政补贴”科目。2014年公司及其下属子公司收到财政安排资金5.45亿元，较2013年下降6.84%，其

中财政补贴4.80亿元和污水营运补贴0.65亿元。财务核算时在“补贴收入”体现。

2006~2008年，针对东外环路、衡州大道、蒸湘南路、雁城大道等20个非经营性城市建设项目，衡阳市政府与公司签订了合计30.97亿元的分期付款（2006~2018年）的回购协议（其中约73%为公司代建政府项目，约27%为其他投资主体通过公司转贷）。政府回购款项主要用于偿还国开行贷款本息，剩余部分用于公司运营。2009年公司发行“09衡城投债/09衡城投”15亿元，其中12亿元用于5个项目建设，全部是政府市政项目，衡阳市政府对其进行回购。2010~2011年针对衡阳市城市道路基础设施建设项目和保障房建设项目，衡阳市政府与公司签订了合计48.37亿元的分期付款的回购协议，其中33.50亿元为2012年公司发行的“12衡阳城投债/12衡城投”18亿元募投项目回购款，剩余14.87亿元为公司向工商银行、农业银行和国家开发银行借款修建的保障房项目及基础设施建设项目的回购款。

表3 存续期债券回购安排（单位：万元）

时间	“09衡城投债/09衡城投”	“12衡阳城投债/12衡城投”
2009年	28108.9	--
2010年	28108.9	--
2011年	28108.9	--
2012年	28108.9	--
2013年	28108.9	16000
2014年	28108.9	16000
2015年	28108.9	56000
2016年	28108.9	52800
2017年	28108.9	64728.37
2018年	28108.9	64728.37
2019年	--	64728.37
合计	281089	334985.11

资料来源：公司提供

按照协议规定，2014年衡阳市政府支付公司回购款共15.21亿元，包括“09衡城投债/09衡城投”募投项目（2.81亿元）、“12衡阳城投债”募投项目（1.60亿元）和衡州大道二期项目

10.80亿元。上述回购款已全部到位，记入“营业收入”科目，执行情况良好。

根据衡阳市人民政府衡政办函[2013]212号文，衡阳市人民政府于2013年11月将15宗地块的土地投入公司，列入“资本公积”科目，上述土地已由中威正信（北京）资产评估有限公司评估，评估价值总计33.36亿元。

2014年，无土地资产注入。

总的来看，跟踪期内，衡阳市财力增长较快，其持续稳定的政府支持有望为公司未来业务发展提供有力支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司本部以投融资管理为主要职能，同时也负责建设投资项目、户外广告、土地开发及收储等领域的经营运作。自来水公司和道路公司为公司的全资子公司，分别经营城市水务和城市基建施工两大板块。2013年根据衡阳市人民政府《关于同意划转衡阳市行政事业资产经营有限公司股权及对投入衡阳市行政事业资产经营有限公司房产评估价值进行确认的批复》，衡阳市行政事业资产经营有限公司100%国有股权无偿划转至公司；同年，子公司公交公司因股份改制不再纳入合并范围；2014年公司为降低建设成本，出资设立衡阳城投建材有限公司和衡阳市寰城投资有限责任公司；2015年1月7日，根据衡阳市国资委衡国资《关于同意将衡阳市自来水有限公司股权无偿划转的批复》（[2015]2号），自来水公司不再并表核算。

2014年，公司营业收入稳定增长，为18.86亿元，较2013年的16.40亿元增长15.03%。公司收入主要来源于本部受托代建项目，在营业收入中占比81.16%。

毛利率方面，2014年，公司受托代建项目

收入板块毛利率由2013年的21.71%增长至24.36%；受管网折旧较大影响，自来水公司毛利率大幅下降，由2013年的36.13%下降至10.90%；2014年，公交公司不纳入合并范围。

总体来看，公交公司和自来水公司资产规模较小，盈利能力弱，不再纳入合并口径对公司影响较小。

表4 2012~2015年一季度公司业务开展情况（单位：万元）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
受托代建项目收入	89400	15.60%	124698.49	21.71%	153068.59	24.36%	38323.54	20.03%
客运收入	12685.46	-36.20%	12992.62	-30.96%	--	--	--	--
自来水销售收入	12906.4	31.38%	12656.12	36.13%	23612.09	10.90%	--	--
工程结算收入	11107.59	31.17%	11693.14	13.48%	9687.22	6.65%	2421.81	11.34%
培训收入	860.66	48.02%	797.24	48.09%	--	--	--	--
房屋销售收入	3.72	100.00%	18.996	100.00%	--	--	--	--
出租收入	-	-	486.89	100.00%	1892.63	-304.26%	503.96	35.24%
其他	1203.35	42.73%	618.92	46.18%	348.79	94.80%	--	--
合计	128167.20	13.89%	163962.40	18.52%	188609.32	18.60%	41249.31	19.70%

资料来源：公司提供

2. 经营分析

城建板块

公司本部城建业务主要为工程结算业务和受托代建项目。工程结算主要为公司承接的工程项目，在项目验收竣工后，由委托方一次性确认，并支付收入。近三年，工程结算项目收入呈波动下降趋势，分别为1.11亿元、1.17亿元和0.97亿元，在总营业收入中占比分别为8.67%、7.13%和5.14%；受托代建项目主要包括保障房项目和道路基础设施。公司保障房项目和道路基础设施建设，在竣工验收后由衡阳市政府回购并一次性确认项目全部收入。实际操作中，由于城建项目周期长，公司根据项目资金缺口主要来源

于自筹、银行贷款及向政府申请，政府根据申请支付回购资金。公司保障房项目财务核算时，建设期间投入的资金主要在“存货”体现，项目竣工验收后由衡阳市政府回购并确认项目收入；道路基础设施建设期间投入的资金通过“在建工程”体现。

保障房项目方面，公司主要在建的项目包括寒婆坳、蒸德家园、石惠家园、珠安家园等项目。截至2014年底，公司主要在建项目合计总投资32.05亿元，总回购额合计35.25亿元，累计投资合计11.20亿元。其中寒婆坳、蒸德家园（廉租）、雁和家园和雁南家园项目均完成工程进度95%左右，工程结算等后续工作尚未完成。

表5 截至2014年底公司保障房在建项目情况

项目名称	总投资（万元）	总回购额（万元）	建设工期（年）	截至2015年3月底工程已投资（万元）
寒婆坳	24000	26400	2011-2014	14042
建设家园	4000	4400	2012-2015	1164
蒸德家园（廉租）	37860	41647	2011-2014	25627
石惠家园	41000	45100	2012-2015	19473
珠安家园	18822	20704	2012-2015	20471

雁和家园	17912	19703	2011-2014	4103
雁南家园	6800	7480	2011-2014	3564
衡州家园	9724	10697	2013-2016	6203
呆鹰岭创业园公租房 (蒸湘区城建投)	3650	4015	2013-2016	853
奇峰家园二期	38718	42589	2013-2016	10082
城投高新写字楼	8900	9790	2012-2015	2165
华新写字楼	9100	10010	2012-2015	4248
雷公塘棚户区改造	100000	110000	2013-2016	43
合计	320486	352535	--	112037

资料来源：公司提供

道路基础设施方面，投入规模不断加大，除原武广客运衡阳站配套设施工程外，2014 年新增酃湖新城工程、船山东路工程、内环路工程、长丰长湖雁城西路华阳城工程、三馆两中心工程等道路基础设施项目，总投资 183.71 亿元，总回购额合计 202.01 亿元，截至 2014 年底已投资 31.67 亿元，各项目资本金主要以银行贷款及自筹为主，资本金已同比到位。

2013~2014 年，公司在城建板块分别确认 12.47 亿元（内环北路 5.70 亿元和蒸湘南路二期延伸段 6.77 亿元）和 15.31 亿元；上述收入均来自道路基础设施项目，政府回购均已到位，近两年，保障房项目未确认收入；2015 年 1~3 月，该业务板块确认了内环路工程 3.83 亿元。

表 6 截至 2014 年底公司道路在建项目

(单位：亿元)

项目名称	总投资	回购金额	预计完工时间	截至 2014 年底已投资
酃湖新城工程	39.00	42.91	2017	8.75
船山东路工程	22.00	24.20	2016	5.99
武广客运衡阳站配套设施工程	70.20	77.22	2023	5.61
内环路工程	35.00	38.50	2018	5.24
长丰长湖雁城西路华阳城工程	3.20	3.52	2016	2.91
三馆两中心工程	11.54	12.69	2016	1.74
蒸水北堤工程	2.13	2.35	2016	0.95
双江路工程	0.49	0.54	2015	0.33
管网改造三期工程	0.15	0.17	2015	0.15
合计	183.71	202.01		31.67

资料来源：公司提供

水务板块

污水处理收入采取财政收支两条线，再返还给企业的模式。自来水公司是公司的全资子公司，下设衡阳市兴达管道安装有限公司、衡阳市金达污水营运有限责任公司、名洋水务设计有限公司、衡水大酒店有限公司等多家子公司。自来水公司主要经营衡阳市城区自来水供应和污水处理，拥有供水能力 65 万立方米/日、污水处理能力 18.08 万立方米/日。截至 2014 年底，自来水公司拥有自来水厂 4 个（城南、城北、江东、演武坪水厂），污水处理厂 2 个，其主要经营能力指标见下表。

表 7 2012~2014 年自来水公司运营情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
下属水厂数量（个）	4	4	4
日制水量（万吨/日）	48.48	53	55.2
日供水能力（万吨/日）	65	65	65
售水量（万吨/日）	29.72	31.44	32.5
管网水质综合合格率平均值（%）	99.7	100	100
电耗平均值（千瓦时/立方米）	0.25	0.27	0.27

资料来源：公司提供

公司供水和排水业务均属准经营性业务，具有一定的收费机制和资金流入，但水价定价机制由政府决定，其中自来水收入采取公司自收自支的模式，2014 年公司完成供水量 184345 万吨，有价售水量 8902 万吨，实现水费收入 13855 万元，较 2013 年大幅增长，增幅 9.47%。

2009年7月和2010年3月，根据衡阳市物价部门批准的分两步调整城区自来水价格的方案，居民生活用水价格目前调至1.26元/立方米，上调幅度达28.57%，水价上调使自来水公司维持微利经营。

表8 衡阳市自来水价格变动情况（单位：元/m³）

用水类别	09年7月前	09年7月至10年3月	10年3月至今
居民生活用水	0.98	1.23	1.26
行政事业用水	1.00	1.23	1.26
工业用水	1.10	1.39	1.39
经营服务用水	1.80	2.21	2.27
特种行业用水	4.00	4.60	4.60

资料来源：公司提供

注：上述价格均不含污水处理费、垃圾处理费和水资源费

2013~2014年自来水公司分别获得污水营运补贴0.26亿元和0.29亿元。2015年1~3月自来水公司获得污水运营补贴0.05亿元。

2014年自来水公司实现收入2.36亿元，较2013年的1.27亿元增长85.82%；因管网折旧较大，自来水公司经营持续亏损，2014年为-0.03亿元，不再并表核算对公司影响较小。

总体看，公司主营业务经营正常，整体经营业绩向好，政府回购非经营性城市建设项目模式保证了公司项目投入资金逐年回流，有利于公司本部的城建业务持续稳定地发展。

八、募集资金使用情况

1. 债券概况

公司于2009年11月16日公开发行了“09衡城投债/09衡城投”，募集资金15亿元，期限为7年，附第4年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“09衡城投债/09衡城投”在存续期内前4年票面利率为7.06%；在第4年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），且利率固定不变。“09衡城投债/09衡城投”采用单利按年计息，每年付息1次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。2013年公司并未选择实施上调票面利率，

同时并未有投资者回售债券。2013~2014年，衡阳市政府分别支付公司“09衡城投债/09衡城投”募投项目回购款2.81亿元和2.81亿元。

公司于2012年8月13日公开发行了“12衡阳城投债/12衡城投”，募集资金18亿元，期限为7年，采用固定利率形式。“12衡阳城投债/12衡城投”单利按年计息，不计复利，在续存期内每年付息1次，分次还本，在债券续存期的第3年至第7年每年分别偿还本金的20%，当期利息随本金一起支付。公司已于2014年11月10日按时支付“09衡城投债/09衡城投”利息，已于2014年7月25日支付“12衡阳城投债/12衡城投”利息。2013~2014年，衡阳市政府分别支付公司“12衡阳城投债/12衡城投”募投项目回购款1.61亿元和1.61亿元。

上述两期存续债券回购款已全部到位，执行情况良好。

2. 债券投资项目进展情况

“09衡城投债/09衡城投”募集资金中，12亿元用于东洲湘江大桥新建工程、内环东路新建工程、内环西路新建工程、内环北路新建工程和武广客运衡阳站配套设施项目合计5个项目，其余3亿元用于补充公司营运资金。以上5个募投项目总投资26.27亿元，截至2014年底上述项目均已完工，“09衡城投债/09衡城投”已全部投入完毕。

表9 “09衡城投债/09衡城投”投资项目完成情况
（单位：亿元）

项目	投资总额	截至2014年底完成的投资额	截至2014年底本期债券投入资金
东洲湘江大桥新建工程	4.10	4.10	2.00
内环东路新建工程	1.85	1.85	1.11
内环西路新建工程	2.75	2.75	1.50
内环北路新建工程	11.00	11.00	4.03
武广客运衡阳站配套设施项目	6.57	6.57	3.36
合计	26.27	26.27	12.00

资料来源：公司提供

“12衡阳城投债/12衡城投”募集资金中，18

亿元用于衡阳市2011年新建廉租住房建设项目、衡阳市珠安家园二期公租房等五个项目、衡阳市经济适用房建设项目、衡阳市城市道路基础设施建设项目合计4个项目。以上4个募投项目总投资35.95亿元，截至2014年底合计完成投资30.89亿元，“12衡阳城投债/12衡城投”共投入16.52亿元。

表10 “12衡阳城投债/12衡城投”项目完成情况
(单位: 亿元)

项目	投资总额	截至2014年底完成的投资额	截至2014年底本期债券投入资金
衡阳市2011年新建廉租住房建设项目	6.13	5.8	1.52
衡阳市珠安家园二期公租房等五个项目	3.36	2.99	1.2
衡阳市经济适用房建设项目	8.93	8.5	7.3
衡阳市城市道路基础设施建设项目	17.53	13.6	6.5
合计	35.95	30.89	16.52

资料来源: 公司提供

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表已经利安达会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。

从合并范围来看,2014年底,公司拥有16家并表子公司,其中一级子公司8家,二级子公司8家。跟踪期内,公司新增并表一级子公司3家,减少一级子公司1家。其中公司注册设立衡阳城投建材有限公司和衡阳市寰城投资有限责任公司;股权划转衡阳市行政事业资产经营有限公司,2013年公司仅将其资产负债并入,未合并收入,于2014年并表核算;同时因股份改制衡阳市公共交通集团有限公司不再纳入合并范围;2015年1月7日,根据衡阳市国资委衡国资《关于同意将衡阳市自来水有限公司股权无偿划转的批复》([2015]2号),自来水公司不再并表核算。从合并口径看,上述子公司变动对公司财务数据可比性造成一定影响。

由于公司自2014年起会计准则发生变化,

对财务报表项目进行了追溯调整,本次跟踪评级涉及具体科目比较主要以2014年审计报告期初期末数据对比为主。

截至2014年底,公司合并资产总额439.07亿元,所有者权益269.22亿元;2014年公司实现营业收入18.86亿元,利润总额4.43亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额443.34亿元,所有者权益271.54亿元;2015年年1~3月公司实现营业收入4.12亿元,利润总额1.10亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来源于委托代建项目、自来水销售和工程结算收入等,2014年委托代建项目收入达15.31亿元(计入“营业收入-受托代建项目收入”科目),占营业收入总额的81.16%,占比较2013年增长4.89个百分点,且该业务毛利率在2014年为24.36%,较上年的21.71%有所提升,当年营业利润率为15.41%,高于2013年14.19%。

由于公司对外融资规模的扩大,利息支出和运营费用等也逐年加大,导致公司营业利润持续为负,2014年为-1.10亿元。

受益于衡阳市政府项目回购款项、政府其他补贴及国家油价补贴的到位,公司利润总额实现情况相对较好。2014年公司利润总额为4.43亿元,同比增长10.65%,其中补贴收入为5.54亿元,补贴收入较2013年(5.85亿元)下降5.30%。

由于有息债务增加,2014年公司总资本收益率为1.85%,较上年2.11%略有下降,同时由于资本公积的增加,净资产收益率下降至1.64%,公司整体盈利能力仍为弱。

截至2015年3月底,公司营业收入和营业成本分别为4.12亿元和3.31亿元;实现利润总额1.10亿元,营业利润率由2014年的15.41%增加至16.29%。

总体看,公司收入和利润较上年有所上升,但营业收入主要为代建业务,盈利能力弱,补贴收入对公司利润的支撑作用大。

2. 现金流及保障

经营经营活动方面，公司经营活动现金流量主要为政府回购款、与施工单位劳务结算款、与衡阳市政府所属部门的经营往来款。2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金20.00亿元；同时公司收到其他与经营活动有关的现金26.29亿元，较上年增长1.65%，主要系公司收到往来款增多所致。现金流出方面，2014年公司购买商品、接受劳务支付的款项为33.26亿元，较上年增加较多，一是因为公司当年确认的主营业务成本增长，二是因为公司当年支付通过招拍挂购买土地的预付保证金；同时公司支付其他与经营活动有关的现金9.33亿元，较上年下降8.26%。公司经营活动现金净流量受往来款支付情况以及回购款拨付的影响具有一定的不确定性。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为-2.73亿元，较2013年下降143.37%，公司支付的土地款增加，导致现金流出较大所致。2014年公司现金收入比为106.04%，较上年的118.12%有所降低。公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流量中，现金流入量相对较小，现金流出量保持较高水平，反映在投资活动现金流量净额长期为负，为-23.41亿元。公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，公司作为衡阳市主要的融资和建设主体，项目较多、投资规模较大，2014年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金23.17亿元，较2013年的6.87亿元增长237.20%。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入82.55亿元，主要取得借款增加所致，较2013年减少481.09%，其中借款收到现金79.80亿元，主要系票据融资增加，较上年较少654.57%。2014年公司偿还债务支付的现金24.80亿元，主要为归还借款所致；支付其他与筹资活动有关的现金18.54亿元，主要为支付的票据保证金；2014年公司筹资活动产生的现金流流出为50.00亿元。2014年公司筹资活动现金流

净额为32.44亿元。

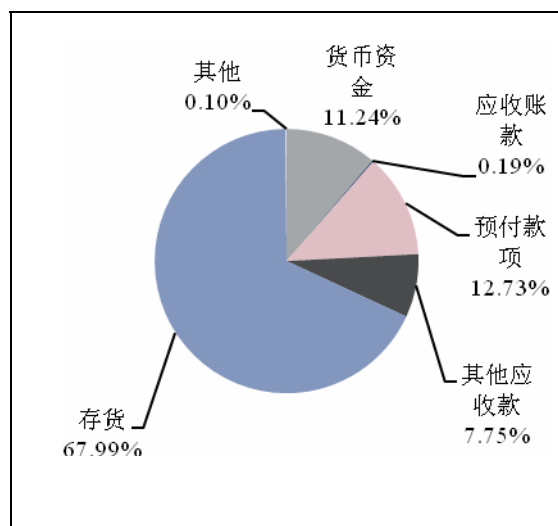
2015年1~3月，公司经营活动现金流入量为4.12亿元，全部是销售商品、提供劳务收到的现金，具体为受托代建项目流入3.83亿元、工程结算流入0.24亿元、出租项目流入0.05亿元；经营活动现金流出量5.75亿元，主要系项目建设流出3.19亿元、工程施工流出0.12亿元、支付往来流出1.05亿元；公司实现经营活动现金流净额-1.62亿元。同期，公司无投资活动；筹资活动产生的现金流净额-0.72亿元，主要为支付利息0.72亿元。

总体看，公司经营活动现金流受回购进度及资金往来影响大，公司依靠自身的收入水平不能满足对外投资，公司融资规模不断扩大，预计未来融资需求规模较大。

3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司（合并）资产439.07亿元，较2013年底增长26.36%，流动资产和非流动资产较上年均有所增长，分别占比为82.25%和17.75%。流动资产涨幅大于非流动资产，致非流动资产占比较上一年减少1.25个百分点。

图1 2014年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司流动资产合计361.14亿元，同比增长28.32%，主要系货币资金和预

付款项大幅增长所致。其中货币资金占11.24%，预付款项占12.73%，其他应收款占7.75%，存货占67.99%。

截至2014年底，公司货币资金40.58亿元，同比增长124.40%。其中现金规模小，银行存款和其他货币资金分别为27.28亿元和13.30亿元，占比分别67.22%和32.78%，受限比率为45.10%。

截至2014年底，公司预付款项主要以一年内应付款项为主，占比99.80%。截至2014年底，公司预付款项45.96亿元，较上年大幅增长，涨幅733.96%，主要系预付衡阳市政府土地款增加所致。从预付款前大额名单来看，主要为预付衡阳市国土收入财政专户土地拍卖款、预付华融湘江银行资产收购款、预付杭州市市政工程施工集团有限公司、预付广东省建筑工程机械施工有限公司和江门市政企业集团有限公司工程款，分别占公司预付款项合计84.64%、2.94%、3.74%和2.26%。

截至2014年底，公司其他应收款账面价值为28.00亿元，较2013年底增长44.37%。主要系与衡阳市国土资源局竞土地拍保证金和衡阳市滨江新区投资有限公司往来款增加所致往来款形成原因为：公司作为衡阳市本级基础设施建设主体，也是国开行对于衡阳市基础设施建设项目贷款的唯一承贷人，其他单位对于国开行的贷款均通过公司转贷，并且衡阳市政府对于其他单位通过国开行贷款所投资的项目，均由衡阳市政府与公司签订了回购协议，根据衡阳市政府与公司签订的对其他单位的项目回购协议，对该项目按工程投入成本加相应的投资收益分期支付回购款，公司在抵扣往来款后再将剩余回购款返给相关单位。公司其他应收款主要构成为公司与衡阳市财政局往来款和代付公路收费权取消补偿款10.78亿元、衡阳市国土资源局土地竞拍保证金5.40亿元、衡阳市滨江新区投资有限公司往来款4.48亿元、衡阳城投置业投资有限公司2.50亿元和衡阳市国有资产监督管理委员会1.00亿元。从账龄结构来看，1年

以内的其他应收款占总欠款的62.40%，1-2年的占比为3.43%，2-3年的占比28.25%，4-5年的占5.91%，账龄分布相对分散。对于具有政府回购协议保证的其他应收款，公司采用个别计提法计提坏账准备，2014年底，公司坏账准备累计计提912.5万元。公司其他应收款回款风险小。

截至2014年底，公司存货合计245.53亿元，较上年底增长3.17%，主要为公司工程施工增加所致。公司存货主要由开发成本构成（占比99.94%），具体为政府投入的土地、自行整理开发发生的土地成本以及安置房建设支出，其中廉租房项目开发成本12.24亿元。由于公司存货中的土地变现能力易受衡阳土地市场影响较大，资产流动性和质量一般。截至2014年底土地共有40.69亿元已被抵押，抵押比率为60%，比率较大。

截至2014年底，公司非流动资产合计77.93亿元，同比增长18.03%，主要系在建工程增加所致。其中可供出售金融资产占5.54%，长期应收款3.16%，固定资产占48.76%、在建工程占41.15%。

截至2014年底，公司可供出售金融资产4.32亿元，较上年底增长11.63%，主要系公司和子公司分别对衡阳市公共交通集团有限公司和湖南农业信用担保有限公司投资持股9.09%，均不具有重大影响，作可供出售金融资产核算。

截至2014年底，公司长期应收款2.47亿元，较上年底下降5.73%，主要系子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司与华融汇通资产管理公司签订债权转让合同，华融汇通资产管理公司受让原衡阳市商业银行对衡阳市南郊大道建设开发有限责任公司等6户企业或单位的债权，子公司从华融汇通资产管理公司处受让该债权3200万元，本期已收回1500万元，余额还有1700万元未收回。

截至2014年底，公司固定资产合计38.00亿元，较上年底下降4.88%，主要系衡阳市公共交通集团有限公司不再纳入合并范围所致。

截至2014年底，公司在建工程32.07亿元，

较上年底增加76.96%，主要系公司道路在建项目增加和投资规模扩大所致，公司未计提在建工程减值准备。

截至2015年3月底，公司资产总额443.34亿元，较上一年底增长0.97%，主要系其他应收款大幅增加所致，具体为衡阳市土地交易中心土地交易保证金。从资产构成来看，截至2015年3月底，公司流动资产占比83.94%，长期投资净额占比0.06%，固定资产合计占比7.01%，无形资产及其他占比8.99%，较2014年底变化不大。

总体来看，伴随公司市政建设项目投入不断扩大，公司政府回款和在建工程也随之增加的缘故，公司资产较上年有较大增幅，仍以流动资产为主，流动资产中土地存货和其他应收款占比较高，变现能力较弱；在建工程变现能力受回购进度影响大，流动性偏弱，整体资产质量一般。

截至2014年底，公司所有者权益合计269.22亿元（少数股东权益0.24亿元），较上年底增长13.28%，主要系公司收到财政拨款27亿元所致（在合并现金流量表中“收到其他与经营有关的现金”科目反映，2014年该科目为26.29亿元，主要系子公司归还衡阳市财政局欠款，账面反映为合并抵消后净值）。公司所有者权益中，资本公积和未分配利润分别占93.28%和4.68%，资本公积占比高。公司资本公积主要对应土地资产，但由于土地资产的流动性一般，总体看公司所有者权益一般。

截至2015年3月底，公司所有者权益271.54亿元，较上一年底增长0.86%，权益结构变化不大。总体来看，公司所有者权益稳定性好。

截至2014年底，公司负债合计169.84亿元，较2013年底增长54.68%，流动负债占和长期负债分别占35.67%和64.33%。其中流动负债主要以短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债，分别占比4.04%、33.75%、45.75%和10.61%。截至2014年底，公司流动负债合计60.58亿元，较上年底增加66.92%，主要

系新增银行承兑汇票20.45亿元；公司非流动负债主要以长期借款和应付债券为主，分别占比69.24%和30.02%。截至2014年底，公司非流动负债合计109.26亿元，较上年底增加54.68%，主要系向银行土地抵押借款增加所致。

截至2014年底，公司有息债务总额较2013年底增长63.67%，主要系长期借款大幅增加所致。截至2014年底，公司有息债务总额137.87亿元，其中长期债务108.44亿元，短期债务29.43亿元。公司发行的企业债券由衡阳市政府按照还款计划对其募投项目进行回购，衡阳市财力发展向好，回购款项对于衡阳市财力影响小。

截至2015年3月底，公司负债合计171.80亿元，较上年底增长1.15%，主要是流动负债增加所致。短期债务占比20.04%，长期债务占比79.96%，短期债务占比较上年底下降了1.31个百分点，但仍以长期债务为主。截至2015年3月底，公司流动负债合计63.62亿元，较上年底增长5.00%，主要系其他应付款的增加所致。当期公司其他应付款合计35.16亿元，较上年底增长26.86%，主要系衡阳市财政局垫付利息款。

受所有者权益增加影响，公司债务负担有所增长。截至2014年底，公司账面反映的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为38.68%、28.71%和33.87%，分别较上年底增长7.08个百分点、5.24个百分点和7.70个百分点。由于公司负债中部分债务由政府回购（存续期债券33亿元），通过公司自身偿还的债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年公司短期债务29.43亿元，较上年大幅增长，增幅159.94%，主要系银行承兑汇票增加所致，进而导致公司流动比率由2013年的775.41%降至596.08%，而预付款项和其他应收账款大幅增长导致速动比率由2013年的119.73%增至190.81%。由于公司流动资产以大额土地存货为主，其他应收款数

额也较大且变现时间不确定，一定程度弱化了公司实际短期偿债能力。2014年公司经营现金流动负债比为-4.50%，较上年的17.31%大幅下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和短期负债增加所致。考虑到公司短期债务规模较大，货币资金受限资金占比大，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，2014年，公司全部债务/EBITDA自2013年的12.38倍增至18.29倍，但账面反映的EBITDA对全部债务的保护能力仍较弱。截至2014年底，国开行未还清贷款余额为17.89亿元及公司已发行的企业债券33亿元，占公司2014年底全部债务的36.91%；公司发行的企业债券由衡阳市政府按照还款计划对其募投项目进行回购，考虑到衡阳市财力对此部分债务的保障程度提高，公司实际债务偿还能力要高于账面指标值。未来几年，随着投资规模的加大，公司对外融资的力度随之增强，考虑到回购项目资金的分期回流，以及衡阳市财政对于公司未来资金支持力度的加大，公司整体债务偿还风险较小。

截至2014年底，公司对外担保余额8.00亿元，担保比例率2.97%，被担保人衡阳市交通建设投资有限公司，公司担保比率底，或有负债风险小。

截至2014年底，公司共获得银行授信额度195.48亿元，已使用额度168.71亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：NO:B20150529，截至2015年6月1日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及衡阳市区域及财力状况、衡阳市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较

强。

十、 存续期内债券偿债保障分析

1. 存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续期债券“09衡城投债/09衡城投”和“12衡阳城投债/12衡城投”共计33亿元。

2014年公司EBITDA为7.54亿元，较上一年的6.81亿元有所增长，为存续期债券本金的0.23倍。2014年公司经营活动现金流入量是存续期债券本金的1.40倍。综合看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较好。考虑到对于公司及下属子公司公用事业板块，衡阳市财政将持续给予财政补贴和资产注入、回购等支持。近年来衡阳市财力增长较快，其持续稳定的支持有利于提高公司对存续期债券的偿付能力。“12衡阳城投债/12衡城投”设置了本金分期偿还条款，有助于降低集中偿付风险。

“09衡城投债/09衡城投”期限7年，可能将在2016年到期一次偿还本金15亿元；“12衡阳城投债/12衡城投”约定在债券存续期的第3~7年分别偿还本金的20%，将在2015~2019年每年偿还3.60亿元；因此2016年公司需偿还存续期债券金额最多，为18.60亿元。2014年公司EBITDA7.54亿元是最高待偿债券金额的0.41倍，对最高待偿债券金额保护能力弱。2014年公司经营活动现金流入量是最高待偿债券金额的2.49倍，对最高待偿债券金额保护能力较好。

2. 偿债资金到位情况及偿债保障分析

“09衡城投债/09衡城投”和“12衡阳城投债/12衡城投”都设立专项偿债资金，并分别以衡阳市区4790001.3平方米（三宗土地）和930004.65平方米（三宗土地）的商业或住宅土地使用权提供抵押担保。专项偿债基金具体来源包括代偿债券募投项目的政府回购资金（“09衡城投债/09衡城投”28.11亿元、“12衡阳城投债/12衡城投”33.50亿元）、公司日常经营收入及财政补贴等。

“09衡城投债/09衡城投”中利息的提取是自2010年起在每个付息日十个工作日前归集，本金偿债基金自2011年开始计提及固化，“12衡阳城投债/12衡城投”中公司是自2013年起每年度付息日、本金兑付日前10个工作日将偿债资金存入专户。

表9 “09 衡城投债/09 衡城投”本息归集及年底累计固化计划

年度	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
归集资金	利息	利息+10%本金	利息+20%本金	利息+30%本金
累计固化资金	0	10%本金	30%本金	30%剩余本金
年度	2014 年	2015 年	2016 上半年	2016 下半年
归集资金	利息+15%剩余本金	利息+15%剩余本金	利息+20%剩余本金	利息+20%剩余本金
累计固化资金	45%剩余本金	60%剩余本金	80%剩余本金	100%剩余本金

资料来源：公司提供

公司已于2014年11月10日按时支付“09衡城投债/09衡城投”利息，已于2014年7月25日支付“12衡阳城投债/12衡城投”利息。2014年底公司已收到政府回购款及补贴收入共计20.07亿元，募投项目政府回购资金已到位。近两年，公司均未按协议约定将相关资金固化至相应账户。

“09 衡城投债/09 衡城投”和“12 衡阳城投债/12 衡城投”各自以三宗土地使用权为各期债券提供抵押担保。

“09 衡城投债/09 衡城投”提供的土地使用权抵押由湖南新时代土地评估有限公司评估，根据报告湘新地评字（2015）字第号（评估基准日为2015年6月12日，评估结果有效期为半年），“09 衡城投债/09 衡城投”的三宗土地使用权抵押资产总价值为80.27亿元，较上期评估价值降低2.87%，为“09 衡城投债/09 衡城投”本金总额的5.35倍。“12 衡阳城投债/12 衡城投”提供的土地使用权抵押由湖南新大地不动产评估咨询有限责任公司评估，根据报告湖南新大地[2015] 衡阳（估）字第CS124号（评估基准日为2015年6月2日，评估结果有效期为半年），“12 衡阳城投债/12 衡城投”的三宗土地使

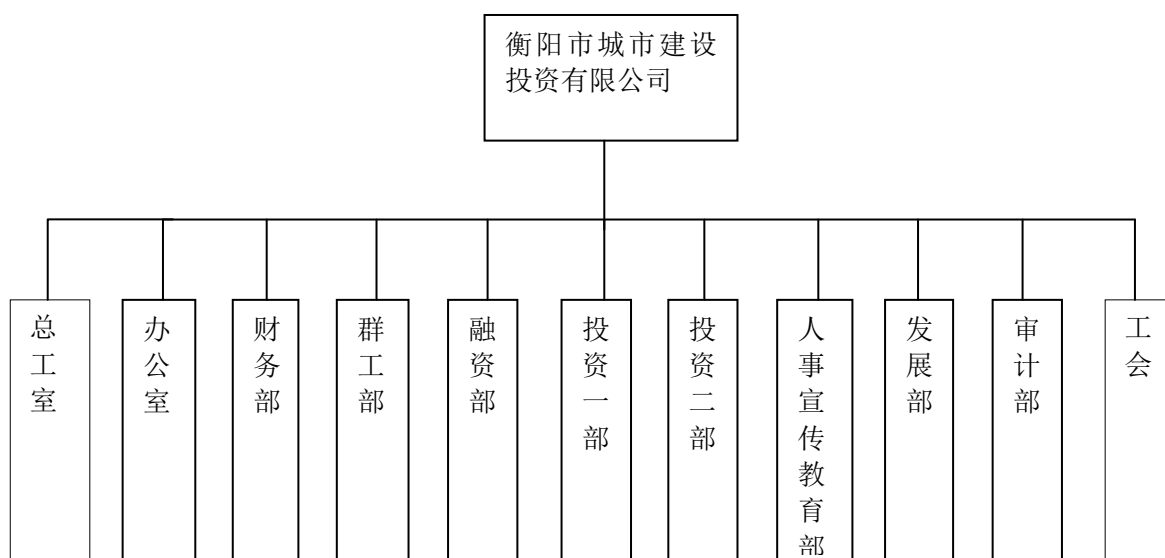
用权抵押资产总价值为35.81亿元，较上期评估价值增长1.33%，为“12 衡阳城投债/12 衡城投”本金总额的1.99倍。

虽然抵押资产评估价值在跟踪期内所有下降，对存续债券的覆盖程度依然较高。综合考虑衡阳市政府财力，以上增信措施对于存续债券起到较强的增信作用。鉴于目前房地产调控政策频繁，公司抵押的土地资产变现价值存在波动性，联合资信对抵押资产未来变现价值将保持持续关注。

十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09衡城投债/09衡城投”和“12衡阳城投债/12衡城投”AA⁺的信用等级。

附件 1 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.80	18.08	40.58
资产总额(亿元)	256.88	347.46	439.07
所有者权益(亿元)	165.44	237.66	269.22
短期债务(亿元)	5.94	11.32	29.43
长期债务(亿元)	66.61	72.92	108.44
全部债务(亿元)	72.55	84.24	137.87
主营业务收入/营业收入(亿元)	12.82	16.40	18.86
利润总额(亿元)	3.70	4.00	4.43
EBITDA(亿元)	5.58	6.81	7.54
经营性净现金流(亿元)	9.34	6.28	-2.73
财务指标			
销售债权周转次数(次)	20.29	69.51	32.36
存货周转次数(次)	0.08	0.12	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.09	0.05
现金收入比(%)	106.35	118.12	106.04
主营业务利润率/营业利润率(%)	9.00	14.19	15.41
总资本收益率(%)	2.04	2.11	1.85
净资产收益率(%)	2.31	1.68	1.64
长期债务资本化比率(%)	28.68	23.48	28.71
全部债务资本化比率(%)	30.46	26.17	33.87
资产负债率(%)	35.52	31.60	38.68
流动比率(%)	974.64	775.41	596.08
速动比率(%)	162.12	119.73	190.81
经营现金流动负债比(%)	41.04	17.31	-4.50
全部债务/EBITDA(倍)	13.00	12.38	18.29

注：1.2012 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2014 年起会计准则发生变化，对财务报表项目进行了追溯调整，故 2013 年财务数据为 2014 年审计报告期初数；

2.2015 年一季度财务报表未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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+一年内到期的长期（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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。