

信用等级公告

联合〔2019〕2618号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市城市建设投资有限公司主体及其拟发行的 2020 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定衡阳市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，衡阳市城市建设投资有限公司 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司
二〇一九年八月十二日

衡阳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：5 亿元

本期中期票据期限：3+N 年（在公司依据发行条款约定赎回时到期）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司存量融资

评级时间：2019 年 8 月 12 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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级

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：

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的投资建设重要主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在区域内职能定位、资产规模等方面具有较强的竞争优势。衡阳市经济总量整体保持增长趋势，基础设施投资规模较大，为公司创造了良好的外部环境；公司在财政补贴等方面得到有力的外部支持。同时联合资信关注到，公司资产流动性偏弱、投资支出规模较大、面临一定的融资压力等因素对其经营和发展带来的不利影响。

公司承接的重大民生类工程保持一定规模，且自营类项目的建设将丰富公司未来收入来源；另外，衡阳市增长的经济总量为公司持续获得外部支持提供了保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 近年来，衡阳市经济总量保持增长趋势，基础设施投资规模较大，为公司创造了良好的外部环境。
- 近年来，公司所有者权益逐年增长，在股权划转、专项资金和财政补贴方面得到强有力的外部支持。
- 作为衡阳市城市基础设施投资建设主体，公司在区域内职能定位、资产规模等方面具有较强的竞争优势。

关注

- 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，区别于普通中期票据，具有一定特殊性。
- 近年来，公司流动资产中土地资产和其他应收款占比高，土地资产受限规模较大，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。
- 公司未来拟建项目投资需求较大，融资规模将进一步扩大，债务负担可能加重；自建项目投资规模较大，且均处于初始阶段，其回收时间可能存在一定不确定性。

分析师：王 治 楚方媛 高志杰

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.89	116.04	75.08	84.47
资产总额(亿元)	669.58	841.60	826.43	853.21
所有者权益(亿元)	354.63	428.77	435.15	436.14
短期债务(亿元)	59.36	49.26	37.95	6.04
长期债务(亿元)	167.13	236.72	242.07	310.42
全部债务(亿元)	226.49	285.99	280.02	316.46
营业收入(亿元)	22.79	28.51	24.27	9.29
利润总额(亿元)	4.46	5.98	5.49	0.66
EBITDA(亿元)	10.85	7.27	8.16	--
经营性净现金流(亿元)	2.57	1.87	0.22	-7.04
营业利润率(%)	10.03	19.40	26.04	29.36
净资产收益率(%)	1.23	1.40	1.05	--
资产负债率(%)	47.04	49.05	47.35	48.88
全部债务资本化比率(%)	38.98	40.01	39.15	42.05
流动比率(%)	431.37	539.33	631.57	1049.57
经营现金流动负债比(%)	2.06	1.53	0.20	--
现金短期债务比(%)	1.35	1.96	1.37	6.47
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	11.86	1.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.88	39.36	34.30	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	632.09	697.31	701.62	736.46
所有者权益(亿元)	328.74	339.72	347.35	338.47
全部债务(亿元)	202.53	219.23	212.58	249.51
营业收入(亿元)	9.33	23.96	19.48	9.10
利润总额(亿元)	2.29	6.21	4.99	0.78
资产负债率(%)	47.99	51.28	50.49	52.68
全部债务资本化比率(%)	38.12	39.22	37.97	41.73
流动比率(%)	402.19	397.41	420.25	579.81
经营现金流动负债比(%)	2.09	10.21	-22.44	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/06/19	王 治 楚方媛 马晓驭	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/02/26	过国艳 王 治	基础设施投资建设企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
AA	稳定	2011/12/30	刘献荣	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2009/10/22	刘小平 孙恒志	债券资信评级方法 (2003 年) 企业主体评级方法 (2009 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由衡阳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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

衡阳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

衡阳市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“衡阳城投”）前身是衡阳市城市建设投资开发有限公司，初始股东为衡阳市人民政府。2017 年 6 月，根据《衡阳市人民政府关于授权市国资委对市城建投、市水利投、市交通投履行出资人职责的决定》（衡政函〔2016〕11 号），衡阳市人民政府授权衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）对公司履行出资人职责。历经资产重组和多次土地注入，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元。衡阳市国资委是公司的唯一股东及实际控制人。

公司经营范围主要包括：运营政府授权的国有资产；实施政府指定由本公司作为业主的建设投资项目；经营政府授权的垃圾处理、户外广告、停车位等城市资源；土地收储，土地开发，房地产开发。（依法需经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设总工室、工程部、资产部、企管部、审计部等 11 个职能部门；拥有合并范围的一级子公司 9 家，二级子公司 9 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 826.43 亿元，所有者权益 435.15 亿元（其中少数股东权益 51.58 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 24.27 亿元，利润总额 5.49 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 853.21 亿元，所有者权益 436.14 亿元（其中少数股东权益 51.57 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.29 亿元，利润总额 0.66 亿元。

公司注册地址：衡阳市蒸湘南路 29 号；
法定代表人：秦方进。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册中期票据 10.00 亿元，本期计划发行 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 5.00 亿元，期限为 3+N 年，在公司依据发行条款约定赎回时到期，每年付息一次，到期一次还本，募集资金用于偿还公司存量融资。

期限及赎回条款

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的第 3 个和其后每第 3 个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前 20 个工作日按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

利率

本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档结果确定，在前 3 个计息年度内保持不变。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值，为 0.01%。

² 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值，为 0.01%。

初始利差+300个基点。

清偿顺序

本期中期票据本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前十个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或者减少注册资本。公司如果向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据如不赎回，从第3个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点（按照目前市场定价，300个基点高于AAA企业与AA+企业发行3年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（2）本期中期票据在除发生普通股股东分红或减少注册资本事件的情形外，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

（3）本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息的可能性小。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财

政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较

2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长

13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所

加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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清理、甄别，明确了全国地

方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，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的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表1 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》 发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩

2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
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》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

4. 区域经济环境

公司是衡阳市重要的城市基础设施投资建设主体；近年来，衡阳市经济总量保持增长，为公司创造了良好的外部环境。

2016—2018年，衡阳市分别实现地区生产总值分别为2853.02亿元、3132.48亿元和3046.03亿元，年均复合增长3.33%，保持增长趋势。根据《衡阳市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，衡阳市实现地区生产总值按可比价计算，比上年增长8.3%。其中，第一产业增加值337.01亿元，增长3.1%，第二产业增加值1023.59亿元，增长7.0%，第三产业增加值1685.43亿元，增长10.6%。按常住人口计算，人均地区生产总值42163元，增长8.6%。

从产业结构看，2018年，衡阳市三次产业结构为11.1:33.6:55.3。规模以上服务业实现营业收入236.07亿元，增长14.7%；实现利润总额16.91亿元，增长9.7%。第三产业占地区生产总值的比重比上年提高4.6个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为26.9%，比上年下降4.7个百分点；高新技术产业增加值占地区生

产总值的比重为15.6%，比上年提高0.6个百分点；第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为4.1%、34.9%和61.0%。

2018年，全年固定资产投资（不含农户）比上年增长10.3%。分经济类型看，国有投资下降22.5%，非国有投资增长33.6%。分投资方向看，民生投资增长15.7%，生态投资下降11%，基础设施投资下降18.5%，高新技术产业投资增长45.2%，工业技改投资增长38.0%。分区域看，五城区投资增长6.3%，三园区投资增长16.4%，七县市投资增长10.9%。全年施工项目个数比上年增长43.1%。其中，2018年新开工项目增长27.4%。全年投产项目个数增长63.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系国有独资企业，衡阳市国资委为公司法人唯一出资人和实际控制人。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

2. 企业规模与竞争优势

衡阳市现有10家平台公司，分别为衡阳市交通建设投资有限公司、衡阳市滨江新区投资有限公司、衡阳弘湘国有资产经营有限公司、白沙洲开发建设投资有限公司、衡阳白沙电子信息创业园有限公司、衡阳发展投资集团有限公司、衡阳松木开发建设投资有限公司、衡阳市城市建设投资有限公司、衡阳市湘江水利投资开发有限公司，均为国有独资专业性平台，区域发展环境相似，但隶属于不同的部门，在区域划分、产业定位、招商引资等方面侧重有所区别。公司在衡阳市现有平台公司中成立时间最早、资产规模最大。

公司作为衡阳市城市基础设施投资建设主体，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；四是土地开发、保障房开发。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的工作经验；员工学历、年龄构成合理，能够满足公司日常经营管理需要。

截至2019年3月底，公司本部高管人员包括董事长和总经理等共计7人。

秦方进先生，1970年生，研究生学历，湖南湘阴县人；历任衡山县人民政府县长、县委副书记，中共衡东县委常委、常委、常务副县长，中共衡阳市南岳区党委委员、常委、组织部长；现任公司党组书记、董事长、法定代表人。

田奇女士，1966年出生，研究生学历，湖北省恩施土家族苗族自治州来凤县人，中共党员；历任衡阳市经委副科长、科长、副主任，石鼓区区长、书记；现任公司总经理。

截至2019年3月底，公司本部在职人员210人。从文化程度来看，本科及以上学历人员54.76%，大专学历人员30.95%，大专以下学历人员14.29%；从年龄分布看，50岁以上人员13.81%，30岁至50岁人员56.19%，30岁以下人员30.00%。

4. 外部支持

受压减非税收入影响，衡阳市一般公共预算收入快速下降，财政自给能力很弱，政府性债务负担较重。近年来，公司持续获得衡阳市政府在股权划转、专项资金拨付和政府补贴方面的支持。

2016—2018年，衡阳市一般公共预算地方收入快速下降，年均复合下降11.21%，主要是2017年以来衡阳市大幅压减非税收入所致。2018年，衡阳市一般公共预算地方收入完成161.35亿元，下降0.7%，其中，税收收入103.37亿元，增长13.9%；非税收入57.98亿元，下降19.1%；财政自给率30.07%，财政自给能力很

弱。2018年，衡阳市全市政府性基金预算收入完成241.79亿元，较上年增长18.82%。其中，国土收入220.09亿元，同比增长14.57%。

2018年，衡阳市市本级地方一般公共预算收入完成65.43亿元，增长19.46%，其中税收增长12.47%，非税收入增长33.78%；市本级财政自给率56.54%。市本级政府性基金预算收入完成140.78亿元，较上年增长63.29%。其中，国土收入123.32亿元，同比增长61.13%。

根据衡阳市财政局公布信息，截至2018年底，衡阳市全市债务余额2084.78亿元，债务负担较重。市本级方面，2018年底，市本级债务余额1257.75亿元。

股权划转

2017年，衡阳市政府将衡阳南岳机场有限责任公司和衡阳市南岳机场投资有限公司100%股权无偿划转至公司子公司衡阳市衡山科学城投资开发有限公司（以下简称“科学城投资公司”），公司按85.19%持股比例增加资本公积6.56亿元；2018年，衡阳市政府将公司子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司100%的股权无偿划转，划转前处置权益变动2.26亿元，计入资本公积。

专项资金

2018年，公司收到财政拨款24.50亿元（计入“收到其他与经营活动有关的现金流”）；同期收到国有企业资本金485.00万元，均计入资本公积。

政府补贴

2016—2018年，公司分别获得政府补贴8.80亿元、14.70亿元和1.00亿元（其中2018年，0.90亿元计入营业外收入，0.10亿元计入其他收益）。

5. 企业信用记录

公司无未结清不良或关注类信贷记录，未被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码G10430401000206009），截至2019

年6月16日，公司无已结清和未结清的不良或关注类信贷记录。

截至2019年7月5日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善；管理机制健全，能够满足公司日常经营需求。

1. 法人治理结构

公司是衡阳市国资委设立的国有独资公司。公司不设股东会，由衡阳市国资委作为出资人行使下列职权：授权董事会决定公司的经营方针和投资计划；任命和更换非由职工代表担任的董事、非由职工代表担任的监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审批董事会和监事会的报告；对发行公司债券作出决定等。

公司依法设立董事会，董事会成员5人，任期三年，由出资人委派；设董事长1名，由衡阳市国资委在董事会成员中指定。

公司依法设立监事会，由5名监事组成，3人由出资人委派，其中职工代表监事2人，非职工监事由衡阳市国资委委派，监事任期每届三年，任期届满可以连任。监事会设主席1人，由衡阳市国资委在监事会成员中指定产生。监事会对董事和经理的工作进行监督。

公司设总经理1人，由董事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责，列席董事会会议。

2. 管理水平

截至2019年3月底，公司本部内设总工程师室、财务部、投融资部、工程部和资产部等11个职能部门。

为加强公司内部管理，规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列内部管理制度，涉及生产经营管理、财务管理、人事管理等各个方面。

财务管理方面，公司对本部和下属分公

司、子公司实行一套财务管理办法。公司财务工作由总经理全面负责，实行“一支笔”审批制度，衡阳市财政局委派财务负责人进行监管。财务部按照《会计法》、《企业会计制度》和《国有建设单位会计制度》的统一规定，具体负责组织公司的财务管理与会计核算，负责制定公司财务收支计划、内部财务管理制度及规定，考核、分析财务计划执行情况，监督检查内部各级财务运作和资金收支情况。

资金管理方面，公司资金筹集的主要来源为财政预算内基本建设资金（包括国债专项资金、经营城市资金和土地收益等财政性资金）和国开行及其他商业银行的贷款资金。公司规定资金管理的基本原则为专户管理原则、专款专用原则、专账核算原则和效应原则，严格执行《公司法》、《银行法》，按照国务院颁发的《现金管理暂行条例》使用现金和进行现金结算，限额使用现金。公司的各项收支归集于财务部办理，资金的使用和支付实行审批制度，按程序办理。

对下属子公司的管控方面，公司本部作为投资主体，主要负责资本经营，而子公司负责具体的生产经营。对控股子公司，公司董事会按照控股比例委派人员进入其董事会，或委派经理人员参与经营管理。对参股子公司，公司董事会按控股比例派出资产代表参与其经营

管理。具体来说，公司督促下属子公司建立健全各项规章制度，加强财务管理，强化国有资产管理的各项工作，防止国有资产的流失；审核各子公司对外投资、合作项目；确定并下达各子公司年度经营目标，对其业绩实施考核和监督检查；按照《国有企业财产监督条例》规定，向各子公司委派财务总监，子公司财务实行独立核算、自负盈亏，接受母公司的监督。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动增长；公司收入构成以受托代建项目为主，土地开发整理为公司收入和利润形成一定补充，其他板块收入规模较小；公司毛利率逐年上升。

2016—2018年，公司营业收入波动增长，分别为22.79亿元、28.51亿元和24.27亿元，年均复合增长3.20%。公司收入主要来自受托代建项目。2017年新增土地开发整理收入，对公司收入和利润形成一定补充，其他板块收入规模较小。2016—2018年，公司毛利率逐年上升，分别为10.32%、20.12%和26.96%。

2019年1—3月，公司实现营业收入9.29亿元，相当于2018年营业收入的38.26%，主要来源于受托代建项目收入。同期，公司毛利率为29.72%，较2018年小幅上升。

表2 2016—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019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	220216.26	11.09	253404.59	20.35	197290.56	28.76	91031.43	30.51
土地整理开发	--	--	25531.53	16.67	32858.36	16.67	--	--
房屋销售	--	--	291.18	56.90	--	--	--	--
物业服务	2715.60	-42.28	3494.13	23.13	5675.59	50.15	145.13	-174.42
商砼销售	4948.18	4.70	771.49	11.41	3505.24	5.48	1626.32	4.37
其他	20.18	69.13	1584.86	28.33	3373.20	5.28	52.55	19.14
合计	227900.24	10.32	285077.78	20.12	242702.95	26.96	92855.43	29.72

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）受托代建业务

公司受托代建项目中，保障房项目建设已

经全部完工，基础设施建设项目尚需一定规模投入，公司代建项目未来整体资本支出压力尚可；近年来，公司委托代建业务收入波动下降。

受保障房项目加成比例影响，该板块毛利率持续增长。

公司受托代建项目主要包括保障房项目和基础设施项目。公司针对每个项目分别与衡阳市人民政府签署《项目建设协议书》，根据协议约定，受托代建项目在竣工验收后由衡阳市人民政府回购并一次性确认项目全部收入，回购额包括项目投资成本（包括前期费用、征地拆迁费和项目建安工程费）和建设资金占用成本。其中，投资收益为项目投资成本的 10%。

实际操作中，衡阳市人民政府主要按照公司当年项目投资建设和偿还银行贷款的实际资金需求对公司受托代建项目进行回购，并支付回购款。回购额计算方面，公司根据项目投入成本加成10%作为投资收益。财务核算时，保障房项目建设期间投入成本主要在“存货”科目体现；基础设施项目建设期间投入成本计入“在建工程”科目，待明确回购金额时转入“存货”科目。

2016—2018年，受托代建业务确认收入分别为22.02亿元、25.34亿元和19.73亿元。公司

收入实际回款主要来源于公司本部基础设施建设项目回款，保障房业务形成的应收衡阳市财政局款项与往年衡阳市财政局以往来款形式拨付给公司的保障房建设资金（计入“其他应付款”科目，现金流入体现在“收到其他与经营活动有关的现金”科目）进行冲抵，未形成实际回款。2019年1—3月，公司实现受托代建项目收入9.10亿元，实际收到回款7.55亿元。

2016—2018年，受保障房收入占比逐年减少的影响，公司受托代建业务毛利率分别为11.09%、20.35%和28.76%。2019年1—3月，公司受托代建项目收入毛利率30.51%。

保障房项目方面，公司主要保障房已完工项目包括寒婆坳、建设家园、蒸德家园（廉租）、蒸德家园（公租）、石惠家园等项目。截至 2019 年 3 月底，公司主要已完工的保障房项目总投资额合计 26.68 亿元，拟回购总额合计 41.59 亿元（总投资+资金占用费），已回购金额 28.98 亿元，各项目均已完工。截至 2019 年 3 月底，公司无在建的保障房项目。

表 3 2019 年 3 月底公司主要保障房已完工项目情况（单位：万元）

项目名称	回购期间	总投资额	拟回购金额	已回购金额	未来三年回购计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
寒婆坳	2014-2024	15086.00	23782.00	12485.55	2378.20	2378.20	2378.20
建设家园	2016-2020	1379.00	2173.00	1412.45	434.60	434.60	--
蒸德家园（廉租）	2016-2020	6481.20	10177.80	8651.13	2035.56		--
蒸德家园（公租）	2014-2018	15122.80	23748.20	15436.33	4749.64	4749.64	--
石惠家园	2016-2020	38711.00	60187.00	39121.55	12037.40	12037.40	--
珠安家园	2016-2020	57824.00	89060.00	40077.00	17812.00	17812.00	13359.00
雁和家园	2014-2018	4018.00	6327.00	6643.35	--	--	--
雁南家园	2016-2020	3868.00	6098.00	3963.70	1219.60	1219.60	--
衡州家园	2016-2020	30787.00	48292.00	31389.80	9658.40	9658.40	--
呆鹰岭创业园公租房（蒸湘区城建投）	2016-2020	3650.00	4015.00	2609.75	803.00	803.00	--
奇峰家园二期	2016-2020	25287.00	40100.00	26065.00	8020.00	8020.00	--
奇峰苑一期	2013-2017	49604.00	78534.00	78534.00	--	--	--
南郊新村	2013-2017	3535.00	5551.00	5551.00	--	--	--
联合新村	2013-2017	11395.00	17836.00	17836.00	--	--	--
合计	--	266748.00	415881.00	289776.61	59148.40	57112.84	15737.20

资料来源：公司提供

基础设施项目方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部已完工的基础设施项目总投资额 165.31 亿元，拟回购总额合计 209.22 亿元，已

回购额为 121.58 亿元。公司部分已完工的基础设施项目如下表所示：

表4 截至2019年3月底公司部分已完工的基础设施项目（单位：万元）

项目名称	回购期	总投资金额/ 已投资额	回购总额	已回购额	未来三年回购计划		
					2018年	2019年	2020年
珠晖区茶化南路	2013-2023	1550.00	1705.00	1065.88	170.50	170.50	170.50
内环北路	2011-2010	26000.00	28600.00	23595.00	2860.00	2860.00	2860.00
武广高速站前广场	2011-2010	14000.00	15400.00	12705.00	1540.00	1540.00	1540.00
衡酃路（增贷）	2011-2010	10000.00	11000.00	9075.00	1100.00	1100.00	1100.00
金源路	2013-2023	5000.00	5500.00	3437.50	550.00	550.00	550.00
蒸湘南路（增贷）	2013-2023	6000.00	6600.00	4125.00	660.00	660.00	660.00
高平路	2013-2023	1576.00	1733.60	1083.50	173.36	173.36	173.36
鸿园路	2013-2023	2160.00	2376.00	1485.00	237.60	237.60	237.60
长塘路	2013-2023	1264.00	1390.40	869.00	139.04	139.04	139.04
蒸阳南路	2008-2018	65000.00	71500.00	66137.50	7150.00		
合计		132550.00	145805.00	123578.38	14580.50	7430.50	7430.50

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司主要在建基础设施项目包括武广客运衡阳站配套设施工程、三馆两中心、长丰长湖雁城西路华阳城项目

等。在建基础设施项目总投资96.63亿元，已投资67.22亿元，未来三年计划投资总额26.98亿元。

表5 2019年3月底公司主要在建的基础设施项目（单位：万元、%）

项目名称	建设期间	总投资	已完成投资量	自有资金比例	未来三年投资计划		
					2019年	2020年	2021年
武广客运衡阳站配套设施工程	2008-2016	85700.00	84315.00	30.00	1385.00	--	--
三馆两中心	2014-2016	253150.00	113300.00	30.00	46617.00	46617.00	46616.00
长丰长湖雁城西路华阳城项目	2014-2016	33000.00	39650.00	30.00	--	--	--
蒸湘北路延伸	2014-2018	94303.00	90072.00	30.00	4231.00	--	--
耒水东岸风光带	2015-2018	63400.00	71591.00	30.00	--	--	--
华耀城路网	2016-2018	52620.89	41700.00	30.00	10921.00	--	--
双江路工程	2015-2017	6700.00	7068.00	30.00	--	--	--
其他零星工程	2013-2018	377461.69	224515.00	30.00	79884.16	13519.00	20001.00
合计		966335.58	672211.00		143038.16	60136.00	66617.00

注：部分项目的计划建设期间已过，因在实际建设期间各种不可预知因素，导致工期增加，进而导致这些项目目前尚未完工

资料来源：公司提供

（2）土地整理开发业务

土地开发整理收入较上年快速增长，成为公司重要的收入和利润补充。

土地开发整理业务主要由公司子公司科学城投资公司负责，主要承接衡山科学城园区内的土地整理开发项目，具体负责项目征地拆迁、土地平整、基础建设等实施工作。

公司土地整理开发业务按实际成本核算，在项目支出发生时，按照实际发生额计入“存货”科目，并在期末按照项目资金占用数分配对应资本化利息，构成土地整理开发项目存货成本。确认收入时，项目投资额需经过衡阳市

财政局评审中心评审通过，取得由衡阳市财政局出具的评审文件及结算确认函，以此确定项目成本结算金额及收入确认金额。

截至2019年3月底，公司已投入土地开发整理成本6.45亿元，累计确认土地整理开发业务成本5.66亿元，待开发整理土地1000亩。

2017—2018年，公司土地开发整理收入分别为2.55亿元和3.29亿元，毛利率均为16.67%，土地开发整理收入成为公司重要的收入和利润补充。2019年1—3月，公司未产生土地开发整理收入。

（3）商砼销售业务

公司商砼销售业务收入和毛利率波动较大，商砼业务盈利受制造成本、管理费用等相关费用影响较大。

公司商砼销售主要由下属子公司衡阳城投建材有限公司（以下简称“城投建材”）经营。目前城投建材主要经营混凝土、沥青混合料、水稳砂、页岩砖的生产、钢材、水泥、给排水管等建材的生产与销售业务。公司生产基地于 2015 年 9 月投产使用，商砼产能 315.00 万立方米/年。

公司商砼销售的客户主要包括中国建筑一局（集团）有限公司、中国水利水电第八工程有限公司（湖南雁星建筑工程公司）等企业。2016-2018 年，公司商砼销售业务分别实现收入 4948.18 万元、771.49 万元和 3505.24 万元。2018 年，公司商砼收入大幅增长，主要系房地产行情上涨，建材需求增加所致。2019 年 1—3 月，该板块实现收入 1626.32 万元。

2016—2019 年 3 月，公司商砼销售收入毛利率分别为 4.70%、11.41%、5.48%和 4.37%，商砼业务盈利受制造成本、管理费用等相关费用影响较大。

（4）物业服务

公司物业服务业务收入规模逐年增长，该板块毛利率逐年上升。

公司物业服务收入主要由下属子公司衡阳市翔程物业管理有限公司（以下简称“翔程物业”）经营，具体出租内容包括房屋出租及物业管理、场地出租和广告位出租。其中房屋出租主要包含商业写字楼和门面等，可出租面积合计 5.50 万平方米；场地出租包括 8.13 万平方米，可出租面积合计 8.13 万平方米；广告位主要为 26 个。2015—2017 年，子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司（以下简称“衡阳行政资产公司”）经营的行政事业单位用房出租业务也纳入物业服务业务板块，2018 年衡阳行政资产公司退出并表。

2016—2018 年，公司物业服务业务收入逐

年增加，分别为 2715.6 万元、3494.13 万元和 5675.59 万元。2019 年 1—3 月，公司实现物业服务收入 145.13 万元。

2016—2018 年，公司物业服务收入毛利率分别为-42.28%、23.13%和 50.15%。其中，2016 年公司物业服务收入为负数主要系公司用于出租房产的计提折旧规模较大，且会计做账时将总部部分人员费用和开支计入该板块所致；2017 年公司物业服务业务毛利率 23.13%，较上年度大幅增长，主要系毛利率低的衡阳行政资产公司物业服务收入下降所致。2018 年，公司物业服务收入毛利率大幅增长至 50.15%，主要系衡阳行政资产公司退出并表所致。

3. 未来发展

公司拟建代建项目和自营项目投资规模较大，公司未来可能面临较大的投资支出压力。

截至2019年3月底，公司未来重大项目主要包括受托代建项目和自营项目两类。其中，受托代建拟投重大项目计划投资额98.11亿元；公司自营项目计划总投资额62.87亿元，未来将通过项目运营产生收益，从而丰富公司的营业收入来源；公司自建项目投资规模较大，目前处于初始阶段，投资成本回收时间可能存在一定不确定性。公司未来重大项目计划投资额合计160.98亿元，公司可能面临较大的投资支出压力。

表 6 公司未来重大拟建项目投资情况(单位: 万元)

项目名称	项目类型	计划总投资额
回雁峰公园改扩建及地下停车场	自营	32000.00
酃湖壹号	自营	300000.00
绿叶湖特色小镇	自营	296700.00
合计	自营	628700.00
南岳第一峰旅游区	代建	40000.00
胜利山抗战遗址公园	代建	85807.00
综合管廊	代建	41512.00
酃湖大道	代建	12000.00
陵合路（船山东路-华天路段）	代建	8000.00
建光路	代建	30000.00
博雅名苑周边道路工程	代建	3810.00
船山大道立交	代建	60000.00
衡州大道立交工程	代建	60000.00

二环西路改线	代建	400000.00
北、西三环	代建	70000.00
过江通道	代建	170000.00
合计	代建	981129.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年的财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对2016—2018年财务报告进行了审计，并分别出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019年3月底，公司合并范围内共18家子公司。2016年，公司新纳入合并范围一级子公司2家，分别为衡阳市南郊高兴建设有限公司（以下简称“南郊高兴建设”）和衡阳市衡山科学城投资开发有限公司（以下简称“科学城公司”）。其中，南郊高兴建设由公司与衡阳市南郊高兴棚改基金合伙企业（有限合伙）共同出资设立，公司持股占比0.22%，衡阳市南郊高兴棚改基金合伙企业（有限合伙）持股占比99.78%，因公司对南郊高兴建设具有实际控制权，故纳入公司合并范围。2017年，公司合并范围内通过出资设立新增二级子公司1家，为衡阳领盛房地产有限公司。2018年，衡阳市行政事业资产经营有限公

司不再纳入合并范围，2018年合并范围新增3家子公司，分别为衡阳绿叶湖生态农业有限公司、衡阳市衡山科学城科技创新研究院有限公司和湖南衡山云谷生态农业开发有限公司。2019年1—3月，公司合并范围较2018年无变化。从合并口径看，上述子公司变动对公司营业收入和少数股东权益等科目的可比性造成一定影响。根据2018年审计报告提供的会计差错更正，由于子公司衡阳市衡山科学城投资开发有限公司根据管委会文件调整土地整理开发收入、补贴收入、财政拨款和自用土地，故2017年财务数据取自2018年审计报告期初值。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模波动增长，以流动资产为主，流动资产中土地资产和其他应收款占比较高，土地资产受限规模较大；在建工程变现能力受回购进度影响大。

2016—2018年，公司资产总额波动增长，年均复合增长11.10%。截至2018年底，公司资产总额826.43亿元，较上年底减少1.80%，系固定资产大幅减少所致。其中，流动资产占84.24%，公司资产结构以流动资产为主。

截至2019年3月底，公司资产总额853.21亿元，较2018年底增长3.24%，主要系货币资金和应收账款增长所致，公司资产以流动资产为主。

表7 公司资产结构（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	91.89	13.72	116.04	13.75	75.08	9.08	84.47	9.90
预付款项	12.92	1.93	2.66	0.32	1.96	0.24	3.54	0.41
应收账款	0.42	0.06	2.86	0.34	6.63	0.80	15.76	1.85
其他应收款	22.94	3.43	30.28	3.60	39.14	4.74	43.24	5.07
存货	409.62	61.18	507.01	60.24	570.51	69.03	560.12	65.65
流动资产	538.62	80.44	660.22	78.45	696.21	84.24	710.18	83.24
可供出售金融资产	12.05	1.80	44.25	5.24	43.03	5.21	43.03	5.04
投资性房地产	8.48	1.27	7.37	0.87	7.85	0.95	7.81	0.92
固定资产	24.64	3.68	33.48	3.97	8.66	1.05	8.65	1.01
在建工程	80.69	12.05	88.85	10.53	58.32	7.06	62.12	7.28
非流动资产	130.96	19.56	181.38	21.55	130.23	15.76	143.03	16.76

合计	669.58	100.00	841.60	100.00	826.43	100.00	853.21	100.00
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司审计报告，2019年一季度财报未审计

2016—2018年，公司流动资产年均复合增长13.69%，主要系存货增长所致。截至2018年底，公司流动资产合计696.21亿元，较上年底增长5.45%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2016—2018年，公司货币资金波动下降，年均复合下降9.61%。截至2018年，公司货币资金为75.08亿元，较上年底下降35.30%，主要系偿还部分借款所致。其中，货币资金以银行存款（占98.27%）为主。截至2018年底，公司受限资金21.10亿元，为用于借款质押的定期存单和还贷保证金，占比28.10%。

2016—2018年，公司预付款项快速下降，年均复合下降61.10%。截至2018年底，公司预付款项1.96亿元，较上年底下降26.37%，主要由于预付土地款转为出让金所致，构成为预付华融湘江银行股份有限公司的保证金。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长30.64%。截至2018年底，公司其他应收款39.14亿元，较上年底增长29.29%，主要系公司与衡阳市财政局及衡阳城投置业投资有限公司往来款增加所致。公司前五名欠款单位占其他应收款余额比重为81.34%，集中度高，款项性质均为往来款。联合资信将持续关注其回收情况。截至2018年底，公司其他应收款计提坏账准备0.25亿元。

表 8 2018 年底公司其他应收款欠款单位前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	款项性质
衡阳市滨江新区投资有限公司	8.73	23.68	往来款
衡阳城投置业投资有限公司	8.66	23.51	往来款
华耀城（衡阳）有限公司	6.27	20.9	往来款
衡阳市财政局	4.32	11.73	往来款
衡阳市担保投资集团有限公司	2.00	5.43	往来款
合计	29.98	81.34	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长18.02%。截至2018年底，公司存货570.51亿元，较上年底增长12.52%，主要系开发成本（土地资产）增长所致。公司存货主要由土地资产（占89.95%）、房产项目开发成本（占5.76%）和基建项目成本（占4.28%）构成。公司存货中账面土地性质全部为出让地，用途主要为住宅和商业用地。公司存货中的土地变现能力受衡阳土地市场影响较大。截至2018年底，存货中共有105.53亿元（占存货中土地资产的20.57%）土地资产已被抵押，抵押比率偏高，土地变现能力偏弱。

2016—2018年，公司非流动资产波动较大。截至2017年底，公司非流动资产181.38亿元，较2016年底增长38.50%，主要系公司新增对湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称“华菱钢铁”）投资25.00亿元以及对衡阳市南郊高兴棚改基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“棚改基金”）增加投资7.20亿元所致。截至2018年底，公司非流动资产合计130.23亿元，较上年底下降28.20%，主要系固定资产、在建工程大幅减少所致。

2016—2018年，公司可供出售金融资产为波动中快速增长，年均复合增长89.01%。截至2017年底，公司可供出售金融资产44.25亿元，较上年底增长267.31%，系公司新增对华菱钢铁投资25.00亿元以及对棚改基金增加投资7.20亿元所致。截至2018年底，可供出售的金融资产为43.03亿元，较上年底下降2.74%，主要系公司减少湖南农业信用担保有限公司的投资所致。

2016—2018年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长29.61%。截至2018年底，公司长期应收款6.67亿元，较上年底下降4.17%，主要构成为应收武广铁路客运专线有限责任公司（占15.71%）、湖南省保障性安居工程投

资公司（占36.98%）、光大兴陇信托有限责任公司的款项（占43.79%）。

2016—2018年，公司固定资产波动中快速下降，年均复合下降40.72%。截至2018年底，公司固定资产账面价值8.66亿元，较上年底下降74.14%，主要系根据衡阳市财政局文件，公司持有的衡阳行政资产公司股权被无偿划出所致。截至2018年底，公司固定资产已累计计提折旧1.25亿元，计提比率14.43%。

2016—2018年，公司在建工程波动下降，年均复合下降14.99%。截至2018年底，公司在建工程58.32亿元，较上年底下降34.36%，主要系部分在建工程（内环路工程、酃湖新城工程、周家坳搅拌站工程等工程）已完工结转所致。公司未计提在建工程的减值准备。

截至2019年3月底，公司资产总额853.21亿元，较2018年底增长3.24%，主要系货币资金和应收账款增长所致。从资产结构看，公司

流动资产占83.24%、非流动资产占16.76%。截至2019年3月底，公司受限资产共计184.35亿元，占资产总额的22.30%，全部为土地资产。

3. 资本结构

所有者权益

近年来，公司资本公积在所有者权益中占比较大，公司所有者权益较为稳定。

公司所有者权益以资本公积为主，2016—2018年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长10.77%。截至2018年底，公司所有者权益435.15亿元，较2017年底增长1.49%。从构成来看，主要由资本公积（占78.16%）、未分配利润（占6.14%）和少数股东权益（占11.85%）构成。截至2018年底，公司其他权益工具9.99亿元，较2017年底增加5.00亿元，为公司于2018年4月发行5.00亿元的可续期中期票据“18衡阳城投MTN002”。

表9 公司所有者权益结构（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.00	0.85	3.00	0.77	3.00	0.69	3.00	0.69
资本公积	305.87	86.25	338.74	79.00	340.13	78.16	340.46	78.06
盈余公积	3.20	0.90	3.34	0.85	3.75	0.86	3.75	0.86
未分配利润	21.07	5.94	23.27	5.43	26.71	6.14	27.37	6.28
其他权益工具	--	--	4.99	1.27	9.99	2.30	9.99	2.29
少数股东权益	21.49	6.06	55.42	12.93	51.58	11.85	51.57	11.82
所有者权益合计	354.63	100.00	428.77	100.00	435.15	100.00	436.14	100.00

资料来源：公司审计报告，2019年一季度财报未审计

2016—2018年，公司资本公积逐年增长，年均复合增长5.45%。截至2018年底，公司资本公积为340.13亿元，较上年底增长0.41%。其中，资本公积增加主要系公司收到财政拨款24.50亿元及子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司100%的股权无偿划出，处置前享有权益变动部分2.26亿元后计入资本公积所致；资本公积减少主要系公司价值25.27亿元土地被无偿收回以及公司持有衡阳市公共交通有限公司30%的股权无偿划转，减少资本公积0.15亿元所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益436.14亿元，较2018年底上升0.23%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益构成较2018年底变化不大。

负债

公司负债规模波动增长，以非流动负债为主，有息债务规模波动增长，公司债务负担较重，但面临一定集中偿付压力。

2016—2018年，公司负债总额波动增长，年均复合增长11.46%。截至2018年底，公司负债合计391.28亿元，较2017年底减少5.22%，主

要系公司偿还银行借款所致。其中，流动负债占28.17%，非流动负债占71.83%。

截至2019年3月底，公司负债总额为417.06

亿元，较2018年底上升6.59%。其中，非流动负债占83.78%，流动负债占16.22%。

表 10 公司负债结构 (单位: 亿元、%)

科 目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.38	6.79	0.30	0.07	1.50	0.38	1.50	0.36
其他应付款	55.10	17.49	61.34	14.86	51.49	13.16	50.09	12.01
一年内到期的非流动负债	37.98	12.06	48.66	11.79	36.45	9.32	4.54	1.09
其他流动负债	8.50	2.70	10.00	2.42	17.00	4.34	7.00	1.68
流动负债	124.86	39.65	122.41	33.53	110.23	28.17	67.66	16.22
长期借款	128.20	40.71	186.60	45.20	150.71	38.52	170.68	40.92
应付债券	38.93	12.36	50.12	12.14	91.36	23.35	139.74	33.51
长期应付款	22.86	7.26	53.63	12.99	38.93	9.95	38.93	9.33
非流动负债	190.09	60.35	290.41	70.35	281.05	71.83	349.40	83.78
合计	314.95	100.00	412.83	100.00	391.28	100.00	417.06	100.00

资料来源：公司审计报告，2019年一季度财报未审计

2016—2018年，公司流动负债有所下降，年均复合下降6.04%。截至2018年底，公司流动负债110.23亿元，较上年底下降9.95%。

截至2018年底，公司短期借款1.50亿元，较上年底增长400.00%。其中，抵押借款为0.6亿元、信用借款为0.9亿元。

2016—2018年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降3.33%。截至2018年底，公司其他应付款51.49亿元，较上年底下降16.05%，主要系公司与衡阳市城市道路建设总公司以及衡阳市蒸阳投资有限公司往来款减少所致。从款项性质看，主要为公司应付衡阳市其他国有企业的往来款；公司前五名欠款单位占其他应付款余额比重为87.27%。其中，公司其他应付款中应付衡南县财政局4.01亿元，主要系衡南县政府拨付给公司建设衡南县衡州监狱建设预付资金，因暂时还未结算，故计入其他应付款。

表 11 2018 年底公司其他应付款金额前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占其他应付款余额比	款项性质
衡阳市城市道路建设	34.25	66.53	往来款

总公司			
衡阳市蒸阳投资有限公司	5.11	9.92	往来款
衡南县财政局	4.01	7.79	往来款
衡阳弘湘国有资产经营有限公司	1.00	1.94	往来款
华融湘江银行	0.56	1.09	保证金
合计	44.93	87.27	--

资料来源：审计报告

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降2.03%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债36.45亿元，较上年底下降25.10%。其中，1年内到期的长期借款32.02亿元、1年内到期的应付债券3.59亿元、1年内到期的长期应付款0.84亿元。

2016—2018年，公司其他流动负债逐年快速增长，年均复合增长41.42%。截至2018年底，公司其他流动负债17.00亿元，较上年底增加7.00亿元，主要系2018年底新发7.00亿元“18衡阳城投SCP001”超短融所致。

2016—2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长21.59%。截至2018年底，公司非流动负债281.05亿元，较上年底下降3.23%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2016—2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长8.42%。截至2018年底，公司长期借款150.71亿元，较上年底下降19.23%。其中，保证借款16.00亿元、信用借款25.00亿元、抵押借款42.61亿元、质押借款49.35亿元。

2016—2018年，公司应付债券快速增长，年均复合增长53.19%。截至2018年底，公司应付债券91.36亿元，较上年底增长82.26%，系公司2018年新发“18衡阳城投PPN001”“18衡阳城投PPN002”“18衡阳城投MTN001”和“18衡阳城投MTN003”所致。

2016—2018年，公司长期应付款波动中快速增长，年均复合增长30.51%。截至2018年底，公司长期应付款38.93亿元，较上年底下降27.41%，主要系应付地方政府置换债券大幅减少所致；从构成看，地方政府债券占90.03%、国开发展基金借款占6.86%、融资租赁借款占3.11%，以上全部为有息债务。

截至2019年3月底，公司负债总额417.06亿元，较2018年底增长6.59%，主要系公司2019年发行“19衡阳城投PPN001”“19衡阳城投PPN002”和“北金所债权计划”所致。截至2019年3月底，公司流动负债为67.66亿元，较2018年底下降38.62%，主要系公司偿还部分一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长11.19%。截至2018年底，公司全部债务280.02亿元，较上年底减少2.09%。其中，短期债务37.95亿元、长期债务242.07亿元。考虑到将其他流动负债中的有息债务计入短期债务中核算，公司调整后的短期债务为54.95亿元；将长期应付款中的有息债务计入长期债务中核算，公司调整后的长期债务为279.97亿元；公司调整后的全部债务334.92亿元，公司债务仍以长期债务为主。2019-2023年，公司待偿还本息分别为97.19亿元、83.48亿元、120.16亿元、48.58亿元和20.88亿元，公司2021年存在一定的集中偿付压力。

从债务指标看，2016—2018年，受有息债务规模小幅减少的影响，公司资产负债率、调整后的全部债务资本化比率和调整后的长期债务资本化比率均小幅下降，2018年底分别为47.35%、43.49%和39.15%。

截至2019年3月底，公司全部债务316.46亿元，考虑到将其他流动负债中的有息债务计入短期债务中核算，公司调整后的短期债务为13.04亿元；将长期应付款中的有息债务计入长期债务中核算，公司调整后的长期债务为348.32亿元；公司调整后的全部债务为361.36亿元，公司债务仍以长期债务为主。考虑到计入权益的永续债，公司实际债务水平高于指标值。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动上升，业务主要为代建业务，补贴收入对公司利润的支撑作用大，公司整体盈利能力弱。

公司营业收入主要来源于委托代建项目收入。2016—2018年，公司营业收入波动增长，年均复合增长3.20%。2018年，公司实现营业收入24.27亿元，同比下降14.86%，根据2018年审计差错调整，将长期应付款中专项应付款中的2.55亿元结转至当年“营业收入”。同期，公司营业成本17.73亿元，同比下降22.16%，高于同期营业收入降幅。受委托代建业务毛利率上升的影响，2018年公司营业利润率较2017年大幅上升，为26.04%。

2016—2018年，公司期间费用率有所波动，分别为31.05%、4.27%和11.44%。2017年，政府向公司支付的贴息资金直接冲抵利息支出，导致公司当期财务费用大幅下降。2018年，主要系借款致使利息支出增加。

2016—2018年，公司营业利润分别为-4.42亿元、5.31亿元和4.72亿元，受土地整理收入纳入2017年营业收入的影响，2017年公司营业利润由负转正，为5.31亿元。2018年，公司营业利润较2017年下降11.08%，主要系公司2018

年营业收入减少所致。

2016—2018年，公司投资收益快速增长，年均复合增长93.90%。2018年，公司实现投资收益1.39亿元，主要系公司可供出售金融资产确认的投资收益。

2016—2018年，公司营业外收入分别为8.93亿元、0.70亿元和0.90亿元，主要为政府补贴；2017—2018年，公司获得的政府补贴计入“其他收益”科目，金额分别为0.50亿元和0.10亿元。近三年，公司利润总额呈波动增长趋势，年均复合增长11.00%。2018年，公司利润总额为5.49亿元，同比下降8.10%。整体看，公司利润总额对政府补贴依赖性较强。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率逐年上升，分别为10.03%、19.40%和26.04%。2018年，公司总资本收益率呈下降趋势；净资产收益率波动下降。公司整体盈利能力较好。

2019年1-3月，公司实现营业收入9.29亿元，相当于2018年营业收入的38.28%；同期，公司利润总额0.66亿元，营业利润率较2017年进一步上升，为29.36%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流受回购进度及资金往来影响大，公司依靠自身经营产生的现金流不能满足对外投资支出，融资规模不断扩大。

经营活动方面，2016—2018年，公司现金活动流入量分别为41.79亿元、70.79亿元和49.72亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金（主要为政府支付的受托代建项目回购款）和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来款及财政补贴款）构成。2018年，公司经营活动产生的现金流入同比下降29.76%，主要是公司与各往来单位发生的其他与经营活动有关的往来款减少所致。2016—2018年，现金收入比分别为43.13%、89.31%和91.89%。其中，2016年公司现金收入比较低，主要系保障房回款与公司向衡阳市政府其他应付款冲抵

所致；2017年和2018年公司收现质量尚可。

2016—2018年，公司经营活动现金流出量分别为39.23亿元、68.92亿元和49.50亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，包含公司缴纳的土地出让金及保障房项目投资支出。截至2018年底，公司经营活动现金流出量同比下降28.17%，主要系公司土地出让缴纳的土地增值税减少所致。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.57亿元、1.87亿元和0.22亿元，逐年减少。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模很小。同期，公司投资活动现金流出分别为29.93亿元、74.46亿元和18.74亿元，投资规模较大，主要系公司对在建项目投入增加所致。公司投资活动现金流持续呈净流出状态，分别为-26.23亿元、-73.76亿元和-18.17亿元，主要系公司作为衡阳市最主要的融资和建设主体，项目较多、投资规模较大所致。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量流入分别为145.48亿元、230.92亿元和100.53亿元，构成主要为项目建设发生的金融机构借款。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流出量分别为103.20亿元、128.70亿元和123.50亿元，主要为偿还债务和支付利息。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为42.28亿元、102.21亿元和-22.98亿元。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.04亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金0.68亿元，规模较小，主要系公司受托代建项目回款主要集中于年底所致；购买商品、接受劳务支付的现金8.02亿元。同期，公司投资活动产生的现金流净额为-4.51亿元，主要构成为在建项目投资，无投资活动现金流入。公司筹资活动产生的现金流量净额为20.95亿元，其中取得借款收到的现金为44.80亿元。

6. 偿债能力

公司现金类资产相对于调整后短期债务规模大，公司短期支付压力一般，长期偿债能力有所弱化。考虑到近年来公司持续获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2016—2018年，公司流动比率持续上升，速动比率呈波动增长，截至2018年底分别为631.57%和114.03%。截至2019年9月底，公司流动比率和速动比率均较2018年底大幅上升，分别为849.63%和185.91%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为2.06%、1.53%和0.20%。同期，公司现金类资产分别为91.89亿元、116.04亿元和75.08亿元，公司调整后短期债务分别为67.86亿元、59.26亿元和54.95亿元。考虑到公司现金类资产对调整后短期债务覆盖能力较好，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为10.85亿元、7.27亿元和8.16亿元。受财务费用中利息支出规模的大幅增长，2018年公司EBITDA有所增加。近三年，公司调整后全部债务/EBITDA持续上升，分别为23.77倍、48.12倍和41.03倍；截至2018年底，公司调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率同比均有所下降，分别为39.15%和43.49%。公司长期偿债能力有所弱化。考虑到近年来公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司对外担保余额为26.19亿元（详见附件2），担保比率为6.02%。被担保公司主要为国有企业或事业单位。对外担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

截至2019年3月底，银行对公司授信额度为312.41亿元，已使用授信额度271.90亿元，未使用额度40.51亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额为701.62亿元，较2017年底变动不大，占合并口径资产总额84.93%。其中，流动资产占83.11%、非流动资产占16.89%。流动资产主要由其他应收款和存货构成；非流动资产主要由在建工程构成。

截至2018年底，母公司负债总额为354.27亿元，较上年底小幅下降。其中，长期借款为90.04亿元，应付债券为91.36亿元。母公司承担公司全部债券发行主体。母公司所有者权益为347.35亿元，主要由资本公积构成。

2018年，母公司营业收入为19.48亿元，占合并口径营业收入的80.26%，较2017年大幅下降18.72%。母公司2018年营业利润和利润总额分别为5.06亿元和4.99亿元，同比有所下降。

截至2019年3月底，母公司资产总额为736.46亿元，同比增长4.97%，主要由其他应收款、存货和在建工程构成。负债总额为388.00亿元，主要由长期借款和应付债券构成。2019年1—3月，母公司营业收入为9.10亿元，净利润为0.78亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模5.00亿元，分别相当于2018年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的1.79%和1.49%，对公司现有债务规模影响较小。

2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为47.35%、43.49%和39.15%。以2018年底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至48.56%、43.86%和39.57%。

根据以上分析，本期中期票据发行后公司

债务负担有所加重。同时，由于本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司存量融资，本期中期票据发行后公司债务指标可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 对本期中期票据发行额度的保障倍数分别为 2.17 倍、1.45 倍和 1.63 倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行额度的保护倍数分别为 8.36 倍、14.16 倍和 9.94 倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据发行金额的保障倍数分别为 0.51 倍、0.37 倍和 0.04 倍。

假设本期中期票据于 2020 年度成功发行且公司于 2023 年赎回本期中期票据，公司将于 2023 年集中兑付债券本金合计 25 亿元（假设所有已发行债券按照首次行权日行权），2016—2018 年，公司 EBITDA 对上述债券集中偿付本金的保障倍数分别为 0.43 倍、0.29 倍和 0.33 倍；公司经营活动现金流入量对上述债券集中偿付本金的保护倍数分别为 1.67 倍、2.83 倍和 1.99 倍，公司经营活动现金流量净额对上述债券合计发行额度的保障倍数分别为 0.10 倍、0.07 倍和 0.01 倍。公司经营活动现金流入量对上述债券集中偿付本级保障能力尚可。

十、结论

近年来，衡阳市区域经济持续发展为公司提供了良好的外部发展环境。

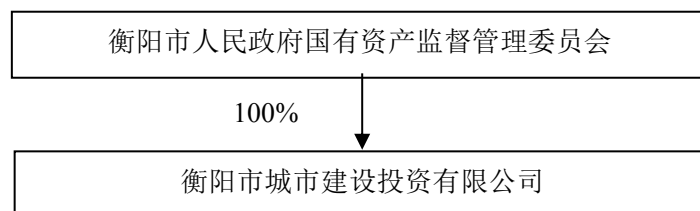
公司是衡阳市城市基础设施重要的投资建设平台，近年来公司营业收入波动上升，在区域内职能定位、资产规模等方面具有较强的竞争优势，在专项资金和财政补贴等方面得到强有力的外部支持。

公司资产以流动资产为主，流动资产中土地资产和其他应收款占比较高，变现能力较弱；未来拟建项目投资金额较大，将增大公司的债务压力，但良好的外部经营环境和有力的外部支持将有助于公司保持经营稳定性，对公司信

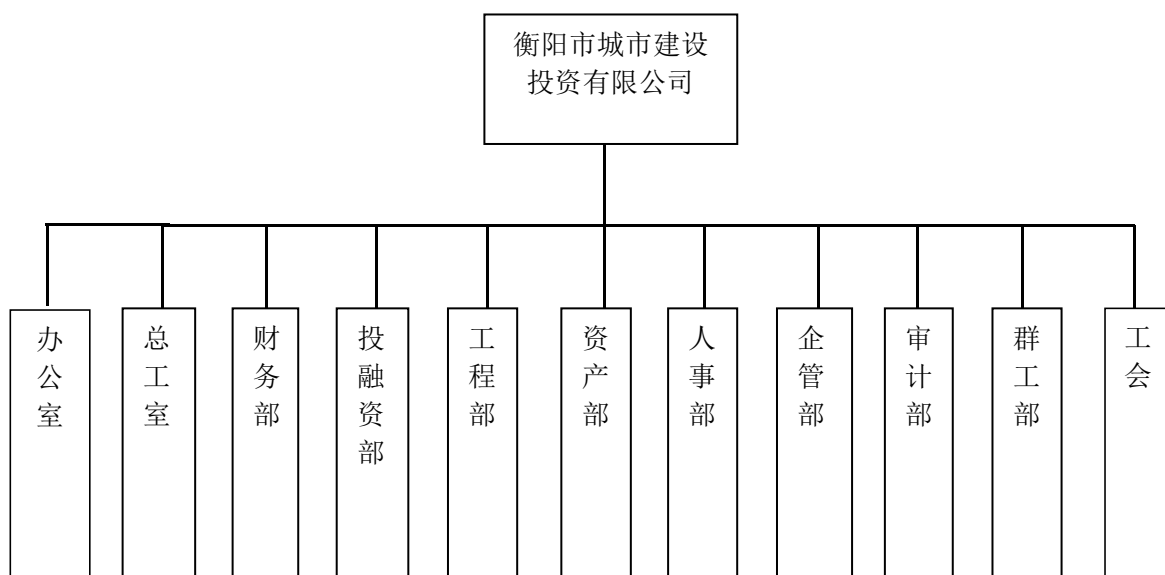
用基本面形成有效支撑。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据发行规模的覆盖程度较好，但面临一定集中兑付压力。

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

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

被担保人	担保到期日	担保余额（万元）	担保形式
湖南省保障性安居工程投资有限公司	2020/6/11	10.00	保证
衡阳华泰建筑工程有限责任公司	2016-1-14/2016-9-1//2019-12-18	2.98	保证
衡阳市滨江新区投资有限公司	2026/3/20	3.60	保证
衡阳市滨江新区投资有限公司	2022/12/28	3.50	保证
衡阳市滨江新区投资有限公司	2021/1/5	3.00	保证
衡阳市湘水农资有限公司	2019-12-23/2019-12-26	0.90	保证
衡阳市湘源新型城镇化投资建设有限公司	2019/12/30	0.86	保证
衡阳市发展投资集团有限公司	2019/11/25	1.35	保证
合计	--	26.19	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.89	116.04	75.08	84.47
资产总额(亿元)	669.58	841.60	826.43	853.21
所有者权益(亿元)	354.63	428.77	435.15	436.14
短期债务(亿元)	59.36	49.26	37.95	6.04
调整后短期债务(亿元)	67.86	59.26	54.95	13.04
长期债务(亿元)	167.13	236.72	242.07	310.42
调整后长期债务(亿元)	189.99	290.36	279.97	348.32
全部债务(亿元)	226.49	285.99	280.02	316.46
调整后全部债务(亿元)	257.85	349.62	334.92	361.36
营业收入(亿元)	22.79	28.51	24.27	9.29
利润总额(亿元)	4.46	5.98	5.49	0.66
EBITDA(亿元)	10.85	7.27	8.16	--
经营性净现金流(亿元)	2.57	1.87	0.22	-7.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	54.86	17.38	5.11	--
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	43.13	89.31	91.89	7.32
营业利润率(%)	10.03	19.40	26.04	29.36
总资本收益率(%)	1.73	0.92	0.93	--
调整后总资本收益率(%)	1.64	0.85	0.86	--
净资产收益率(%)	1.23	1.40	1.05	--
长期债务资本化比率(%)	32.03	35.57	35.74	41.58
调整后长期债务资本化比率(%)	34.89	40.38	39.15	44.40
全部债务资本化比率(%)	38.98	40.01	39.15	42.05
调整后全部债务资本化比率(%)	42.10	44.92	43.49	45.31
资产负债率(%)	47.04	49.05	47.35	48.88
流动比率(%)	431.37	539.33	631.57	1049.57
速动比率(%)	103.31	125.15	114.03	221.77
经营现金流动负债比(%)	2.06	1.53	0.20	--
现金短期债务比(倍)	1.35	1.96	1.37	6.47
全部债务/EBITDA(倍)	20.88	39.36	34.30	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	23.77	48.12	41.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	11.86	3.95	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；4.调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.76	61.29	45.51	58.86
资产总额(亿元)	632.09	697.31	701.62	736.46
所有者权益(亿元)	332.06	339.72	347.35	338.47
短期债务(亿元)	47.68	47.82	31.19	--
长期债务(亿元)	154.84	171.40	181.39	249.51
全部债务(亿元)	202.53	219.23	212.58	249.51
营业收入(亿元)	9.33	23.96	19.48	9.10
利润总额(亿元)	2.29	6.21	4.99	0.78
EBITDA(亿元)	8.29	5.74	6.17	--
经营性净现金流(亿元)	2.72	14.31	-31.14	-3.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	35.31	5.63	--
存货周转次数(次)	0.02	0.05	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	99.85	94.34	80.49	0.00
营业利润率(%)	20.91	21.20	28.53	30.47
总资本收益率(%)	0.43	1.11	0.73	--
净资产收益率(%)	0.69	1.83	1.18	--
长期债务资本化比率(%)	31.80	33.53	34.31	41.73
全部债务资本化比率(%)	37.88	39.22	37.97	41.73
资产负债率(%)	47.47	51.28	50.49	52.68
流动比率(%)	412.69	397.41	420.25	579.81
速动比率(%)	104.33	82.02	113.52	181.02
现金短期债务比(倍)	1.25	1.28	1.46	--
经营现金流动负债比(%)	2.09	10.21	-22.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.44	38.17	34.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	-12.19	5.22	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 衡阳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。

衡阳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。

衡阳市城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对衡阳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，衡阳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衡阳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，如发现衡阳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衡阳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。

如衡阳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衡阳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衡阳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。