跟 踪 等 级 公 告

联合[2016] 1449 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“16衡阳城投MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十日

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中期票据跟踪评级报告

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
16 衡阳城投 MTN001	10 亿元	2016/04/28-2021/04/27	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产	15.87	22.28	45.98	72.85
资产总额(亿元)	347.46	439.10	569.31	599.54
所有者权益合计(亿元)	237.66	269.57	328.88	329.80
长期债务(亿元)	72.92	108.44	124.54	157.62
全部债务(亿元)	84.24	137.77	166.17	199.25
营业收入(亿元)	16.40	18.86	22.32	5.87
利润总额(亿元)	4.00	4.78	4.46	0.92
EBITDA(亿元)	7.52	9.02	8.78	--
经营性净现金流(亿元)	6.28	-2.73	3.21	-6.98
营业利润率(%)	14.19	17.27	18.84	16.68
净资产收益率(%)	1.68	1.77	1.35	--
资产负债率(%)	31.60	38.61	42.23	44.99
全部债务资本化比率(%)	26.17	33.82	33.57	37.66
流动比率(%)	775.41	599.25	420.06	462.41
全部债务/EBITDA(倍)	11.20	15.28	18.92	--

注：1. 现金类资产已扣除受限资金；
2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 治　黄海伦
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，衡阳市区域经济和财政实力不断增强，并在资产和资源整合、财政资金支持以及准经营性项目回购等方面给予公司持续支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司资产流动性偏弱、债务规模扩大、自身盈利能力弱以及未来将面临一定的融资压力等因素对公司经营和发展带来的不利影响。

衡阳市城市建设力度的不断加大，政府代建业务呈扩大趋势，衡阳市不断增强的财政实力为公司持续获得政府支持提供了保障。公司转型发展规划的不断推进和落实，为公司信用基本面形成有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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“16 衡阳城投 MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 衡阳市区域经济持续发展，财政收入水平提升，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在资产和资源整合、财政资金支持以及准经营性项目回购等方面获得了衡阳市政府持续支持。
3. 伴随公司转型发展规划的不断推进和落实，衡阳市政府对公司的扶持力度进一步加大。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“16 衡阳城投 MTN001”本金保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续增加，随

着城市建设力度的不断加大，公司融资规模将进一步扩大，债务负担呈加重趋势。

2. 公司资产主要由土地等资产构成，资产流动性偏弱；且受房地产市场调控影响，公司土地资产变现时间和价值存在不确定性。
3. 公司整体盈利能力弱，补贴收入对公司利润的支撑作用大。

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“16 衡阳城投 MTN001”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 2016 年 3 月底，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，公司营业范围主要包括：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。（以上范围不含前置许可项目，涉及后置审批的凭相关证件经营）。

截至 2016 年 3 月底，公司由财务部、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、办公室和总工室 11 个职能部室构成。

截至2015年底，公司合并资产总额569.31亿元，所有者权益 328.88 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元）；2015 年公司实现营业收入 22.32 亿元，利润总额 4.46 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 599.54 亿元，所有者权益 329.80 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 5.87 亿元，利润总额 0.92 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，国内固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，全国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较

上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

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6月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等10条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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调整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释。

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续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 衡阳市区域经济

根据《衡阳市2015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）2601.57亿元，按可比价格计算，增长8.7%。其中，第一产业实现增加值395.84亿元，增长3.6%；第二产业实现增加值1161.02亿元，增长7.1%；第三产业实现增加值1044.71亿元，增长12.6%。一、二、三

产业对全市经济增长贡献率分别为15.1%、20.0%、64.9%，分别拉动全市GDP增长1.3、1.7、5.7个百分点。按常住人口计算，人均地区生产总值35538元，增长7.9%。全市三次产业比为15.2：44.6：40.2。与上年相比，二产业占比下降2.2个百分点，三产业占比提高2.2个百分点。其中，工业增加值占GDP比重为38.7%，对经济增长贡献率达13.0%，拉动GDP增长1.1个百分点；高新技术产业增加值占GDP比重为12.4%；非公有制经济增加值占GDP比重为64.5%。

2015年，全市固定资产投资（不含农户）2125.93亿元，增长20.3%。其中，城镇和非农户固定资产投资1985.05亿元，增长21.9%；国有投资663.48亿元，增长22.6%。年内新开工项目个数3235个，增长50.4%。

2015年，全市工业固定资产投资911.23亿元，增长11.0%。其中，工业技术改造投资654.24亿元，增长30.1%，工业投资占固定资产投资的比重为42.9%；制造业投资784.58亿元，增长15.0%；电力、燃气及水的生产供应业投资61.78亿元，增长6.3%；全市基础设施投资461.99亿元，增长27.6%。全市房地产投资完成140.88亿元，增长1.9%。商品房销售面积375.47万平方米，下降3.9%。

3. 衡阳市财政收入

根据《衡阳市2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年全市一般公共预算收入达到261.86亿元，增长11.1%；其中，地方收入合计194.64亿元，增长12.2%。一般公共预算支出479.95亿元，增长16.2%。从2015年财政总收入占GDP的比重来看，衡阳市为10.07%，较2014年9.84%略有增长。

从衡阳市本级财政收入结构看，2015 年衡阳市本级地方综合财力为 316.89 亿元，较 2014 年增长 8.94%。截至 2015 年底，衡阳市本级财政中一般预算收入占 37.59%，转移支付和税收返还收入占 22.64%，国有土地使用权出让收入占 39.01%。

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 2015 年底，衡阳市政府全部债务余额 224.65 亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），较 2014 年直接债务略微增长，债务率为 70.89%。衡阳市地方政府债务水平较高。

跟踪期内，衡阳市财政收入平稳增长，衡阳市财政收入对国有土地使用权出让收入依赖较大，地方政府债务水平仍保持高位，但较上年度有所减轻。

表 1　截至 2015 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 2015 年 12 月 31 日）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	2187510.00	（一）地方一般预算本级收入	1191315.00
1、外国政府贷款	0.00	1、税收收入	576738.00
2、国际金融组织贷款	21265.94	2、非税收入	614577.00
（1）世界银行贷款	69.85	（二）转移支付和税收返还收入	717320.00
（2）亚洲开发银行贷款	9002.16	1、一般性转移支付收入	364495.00
（3）国际农业发展基金会贷款	0.00	2、专项转移支付收入	283122.00
（4）其他国际金融组织贷款	12193.93	3、税收返还收入	69703.00
3、国债转贷资金	0.00	（三）国有土地使用权出让收入	1236345.00
4、农业综合开发借款	0.00	1、国有土地使用权出让金	1197032.00
5、解决地方金融风险专项借款	0.00	2、国有土地收益基金	26570.00
6、国内金融机构借款	1052005.81	3、农业土地开发资金	9667.00
（1）政府直接借款	240322.81	4、新增建设用地有偿使用费	3076.00

（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	811683.00	（四）预算外财政专户收入	23941.00
7、债券融资	913700.00		
（1）中央代发地方政府债券	503700.00		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	410000.00		
8、粮食企业亏损挂账	0.00		
9、向单位、个人借款	70676.73		
10、拖欠工资和工程款	0.00		
11、其他	129861.52		
（二）担保债务余额	118025.23		
1、政府担保的外国政府贷款	0.00		
2、政府担保的国际金融组织贷款	0.00		
（1）世界银行贷款	0.00		
（2）亚洲开发银行贷款	0.00		
（3）国际农业发展基金会贷款	0.00		
（4）其他国际金融组织贷款	0.00		
3、政府担保的国内金融机构借款	104132.00		
4、政府担保的融资平台债券融资	0.00		
5、政府担保向单位、个人借款	0.00		
6、其他	13893.23		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**2246522.62**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**3168921.00**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**70.89%**	

资料来源：衡阳市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股权结构、出资人和实际控制人未发生变化。

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

根据公司于 2016 年 5 月 27 日出具的关于《衡阳市城市建设投资有限公司关于董事长不能履行职务的披露说明》，公司董事长、党委书记、法定代表人陈映森涉嫌严重违纪，正在接受调查。根据衡阳市人民政府的决定，由公司总经理田奇暂时代理主持全面工作。

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、法定代表人。

田奇，女，1966年出生，研究生，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2016年3月底，公司本部在职人员212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85%，30岁以下占15%。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。

总体看，公司员工素质基本能满足日常经营管理需要。跟踪期内，公司董事长、党委书记、法定代表人陈映森涉嫌严重违纪，联合资信将持续关注公司高管人员变动情况。

4. 政府支持

为进一步深化投融资体制改革，提高公司“造血”机能，近两年衡阳市政府通过城建资产注入、财政资金支持、准经营性项目回购等形式，不断扩大公司的资产规模，提高资产质量和运营能力。

资产注入

跟踪期内，衡阳市政府向公司本部多次注入土地。2015 年，公司新增土地 3687.18 亩，土地用途为商住综合用地，入账价值为 68.60 亿元，其中根据衡阳市人民政府《关于同意土地评估价值的批复》，将珠晖区酃湖乡上托村等 23 宗土地注入公司，评估价值 49.18 亿元，并计入公司资本公积；同时公司通过招拍挂取得土地 19.11 亿元，计入公司存货。2014 年无土地资产注入。

表 2　衡阳市政府拨入公司土地资产情况

年度	土地面积（亩）	评估价值（亿元）
2005	337.03	1.30
2006	4169.55	15.92
2007	4432.20	19.36
2008	5933.82	25.31
2009	--	--
2010	2038.35	30.03
2011	--	--
2012	5203.50	83.68
2013	2204.35	33.56
2014	--	--
2015	3687.18	68.60

资料来源：公司提供

2015 年 11 月，根据衡阳市政府出具的《衡阳市人民政府关于支持衡阳市城市建设投资有限公司实现转型发展的若干意见》（以下简称“转型意见”）的说明，衡阳市政府将进一步加大对公司的扶持力度，计划每年按融资额度为公司注入优质资产，并将特变电工、燕京啤酒、亚新科和古汉集团等优质股权注入公司。

财政补贴资金

对于公司及下属子公司公用事业板块，衡阳市财政也给予财政补贴，其中公交板块的油价补贴为国家财政补贴。此外，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。截至 2016 年 3 月底，公司收到上述补贴收入共计 26.30 亿元。

2014~2015 年公司分别获得 5.54 亿元和 5.60 亿元财政安排资金，其中 2014 年公司及下属子公司收到财政安排资金 5.54 亿元，其中财政补贴 4.80 亿元和污水营运补贴 0.65 亿元，2015 年度，根据衡阳市财政局文件公司及下属子公司收到财政安排资金 5.60 亿元，列入补贴收入。2016 年 1~3 月，公司收到财政安排资金 1.54 亿元。

政府回购

2006~2008 年，针对 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）。具体而言，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，根据衡阳市政府通过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。政府回购款项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”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”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。根据衡阳市政府和公司签订的分期付款（2006~2018 年）的回购协议，截至 2016 年 3 月底，公司收到回款共计 14.87 亿元。

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 衡城投债/12 衡城投”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。2015 年，衡阳市政府支付公司回购款共 20.17 亿元，包括“09 衡城投债/09 衡城投”募投项目（2.81 亿元）、“12 衡城投债/12 衡城投”募投项目（5.60 亿元）和衡州大道二期项目 11.76 亿元。

跟踪期内，衡阳市政府加大国有资产整合力度，在资产和资源注入、财政资金支持以及基础设施建设项目回购等方面给予公司大力支持。同时，基于衡阳市政府对公司转型的扶持，衡阳市政府将相关土地资产和财政拨款划入公司，截至 2015 年底，公司合并资产总额 569.31 亿元，所有者权益 328.88 亿元。未来，伴随相关优质股权的陆续划入，为公司未来业务的发展提供了有力支撑，联合资信将持续关注上述优质股权划入落实情况。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于受托代建项目收入。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管理、户外广告、土地开发及收储等领域的经营运作。

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），衡阳市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）不再并表核算；2015 年 12 月，根据公司的股东决定，将衡阳市蒸阳投资有限公司（以下简称“蒸阳投公司”）100%股权无偿划转至衡阳市财政局，因此衡阳市蒸阳投资有限公司及其子公司衡阳市城市道路建设有限公司（以下简称“道路建设公司”）自 2015 年 12 月开始不再纳入合并范围。

2014~2015年，公司营业收入保持增长，分别为18.86亿元和22.32亿元，公司收入主要来源于本部受托代建项目，分别在占当年营业收入中占81.16%和90.41%；2014~2015年，公司工程结算项目收入有所增长，分别为0.97亿元和1.20亿元，在营业收入中占比分别为5.14%和5.37%；2015年，公司实现房屋销售收入3649.31万元，2014年因无在售商品房项目销售原因故未形成收入；2015年，公司新增商砼销售收入2940.86万元，主要由衡阳城投建材有限公司公司负责，由于公司尚处于业务开展初期，该业务板块尚未成规模；其他板块收入规模较小。

毛利率方面，跟踪期内，因受托代建项目占营业收入比重增加影响，公司营业毛利率有所增长，2014~2015年分别18.60%和20.23%。2014~2015年，公司受托代建项目板块毛利率有所下降，分别为24.36%和20.63%，主要系财务费用及资本化利息支出变动导致结算成本变动所致；近两年，工程结算板块毛利率有所增长，分别为6.65%和11.78%；2015年，房屋销售板块毛利率为60.25%，仅为南郊新村4#剑桥阁销售，因项目土地拆迁成本低使总开发成本较低，故毛利率较高；2015年，商砼销售受租金等相关费用较高影响，毛利率为9.31%；同期，公司出租板块毛利率为-14.29%，由于会计做账原因将总部一部分人员费用和开支计入该板块，导致

利润为负。因自来水公司、蒸阳投公司和道路建设公司合计资产规模占公司资产总额比重小，且盈利能力弱，不再纳入合并口径对公司影响较小。

2016年1~3月，公司实现营业收入5.87亿元，占上年营业收入比重为26.08%，主要来源于受托代建项目收入，2016年1~3月为5.27亿元；其他业务板块收入规模整体较小，工程结算收入、房屋销售收入、商砼销售收入、出租收入和其他收入分别为3595.11万元、957.94万元、779.33万元、760.33万元和4.66万元。毛利率方面，2016年1~3月，公司营业毛利率为19.07%；出租板块毛利率由负转正，为4.94%，主要系人员费用和开支尚未计入；其他各板块毛利率保持相对稳定。

表3 近三年一期公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	124698.49	21.71	153068.59	24.36	201759.01	20.63	52627.70	20.12
客运收入	12992.62	-30.96	--	--	--	--	--	--
自来水销售收入	12656.12	36.13	23612.09	10.90	--	--	--	--
工程结算收入	11693.14	13.48	9687.22	6.65	11983.71	11.78	3595.11	10.94
培训收入	797.24	48.09	--	--	--	--	--	--
房屋销售收入	18.99	100.00	--	--	3649.31	60.25	957.94	62.17
商砼销售收入	--	--	--	--	2940.86	9.31	779.33	9.02
出租收入	486.89	100.00	1892.63	-304.26	2789.27	-14.29	760.08	4.94
其他	618.92	46.18	348.79	94.80	32.14	96.71	4.66	10.38
合计	**163962.41**	**18.52**	**188609.32**	**18.60**	**223154.32**	**20.23**	**58724.82**	**19.07**

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，并支付回款。2014~2015 年，工程结算项目收入有所增长，分别为 0.97 亿元和 1.20 亿元，在营业收入中占比分别为 5.14%和 5.37%，2016 年 1~3 月该板块实现收入 3595.11 万元；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 2016 年 3 月底，公司主要在建项目合计总投资 43.40 亿元，回购总额合计 47.74 亿元（总投资+项目收益），累计投资合计 25.58 亿元。公司与衡阳市政府协商沟通后，对部分项目提前进行回购支付，以满足公司项目建设的资金需求。

表 4　截至 2016 年 3 月底公司保障房在建项目情况

项目名称	总投资（万元）	回购总额（万元）	建设工期（年）	截至 2016 年 3 月底已投资（万元）
寒婆坳	24000.00	26400.00	2011-2014	23500.00
建设家园	4000.00	4400.00	2012-2015	3400.00
蒸德家园（廉租）	37860.00	41647.00	2011-2014	37000.00
石惠家园	41000.00	45100.00	2012-2015	40900.00
珠安家园	62576.00	68833.60	2012-2015	32820.00
雁和家园	17912.00	19703.00	2011-2014	17553.00
雁南家园	6800.00	7480.00	2011-2014	6664.00
衡州家园	9724.00	10697.00	2013-2016	7870.00
呆鹰岭创业园公租房（蒸湘区城建投）	3650.00	4015.00	2013-2016	2740.00
奇峰家园二期	38718.00	42589.00	2013-2016	29038.00
雷公塘棚户区改造	100000.00	110000.00	2013-2016	56340.00
合计	**434004.00**	**477404.00**	--	**255825.00**

资料来源：公司提供

道路基础设施方面，投入规模不断加大，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；2015 年公司新增蒸湘北路延伸工程、蒸水西堤、物流中心和停车场工程和周家坳搅拌站厂工程，此外，武广客运衡阳站配套设施工程和管网改造三期工程已竣工决算。截至 2016 年 3 月底，上述项目总投资 128.73 亿元，回购总额合计 141.62 亿元（总投资+项目收益），截至 2016 年 3 月底已投资 64.12 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。2015 年 12 月，蒸阳投公司和道路建设公司不再并表核算，因不涉及政府回购项目，故对公司整体回购规模不造成影响。

表 5　截至 2016 年 3 月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	已投资额
酃湖新城工程	39.00	42.91	2017 年	9.75
船山东路工程	22.00	24.20	2016 年	18.17
内环路工程	35.00	38.50	2018 年	17.59
长丰长湖雁城西路华阳城工程	3.20	3.52	2016 年	5.34
三馆两中心工程	11.54	12.69	2016 年	7.14
蒸水北堤工程	2.13	2.35	2016 年	1.99
双江路工程	0.49	0.54	2015 年	0.60
蒸湘北路延伸工程	4.65	5.12	2017 年	1.56
蒸水西堤	3.66	4.03	2017 年	1.12
物流中心和停车场工程	5.56	6.11	2017 年	0.62
周家坳搅拌站厂工程	1.50	1.65	2017 年	0.24
合计	**128.73**	**141.62**		**64.12**

资料来源：公司提供

近两年，公司受托代建项目板块分别确认收入 15.31 亿元和 20.18 亿元；2016 年 1~3 月，该板块实现收入 5.27 亿元。

商砼销售收入

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。公司生产基地目前已选址衡阳市珠晖区东阳渡镇太山村，占地 146 亩，总投资 1.50 亿。

2015 年，城投建材全年共生产混凝土 139591.4m³，净利润 145.69 万元。截至 2015 年底，公司累计生产方量为 139591.40m³。已签订砼购销合同的项目包括二环路一标、二环

路三标、二环路八标、三馆两中心桩基工程、三馆两中心、二环东路（前期 20000m³）、清风苑。

2015 年，公司商砼销售业务实现收入 2940.86 万元，毛利率 9.31%；2016 年 1~3 月，该板块实现收入 779.33 万元，毛利率为 9.31%，保持相对稳定。该业务现阶段利润较低系业务尚处于业务开展初期，盈利受制造成本、管理费用等相关费用影响较大。

出租收入

公司出租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。具体出租内容主要包括包括：门面出租包含南郊新村门面、寒婆坳门面、湘江北路 4 号门面、雁和家园门面，合计为 2074.69 ㎡；拥有场地包括蒸湘南路衡常路口加油站旁场地及其旁侧场地、蒸湘南路延伸线跨湘桂铁路桥下场地、衡州大道东外环桥下 2 号场地和 3 号场地、杨柳桥下 1 号场地和 1 号场地剩余面积及 3 号场地、5 号场地和 6 号场地、荷花坪跨线桥下 1 号场地和 2 号场地合计 46004.84 ㎡；广告位有高铁站前广场，耒水雁城大道立柱广告；华融资产部分包括雁峰区先锋路 160 号、雁峰区仙姬巷 33 号香江百货、蒸湘区环城北路 10 号、蒸湘区蒸阳南路 69 号太古名店、蒸湘区解放路 1 号财富大厦、蒸湘区蒸阳路 69 号兴联宾馆、雁峰区雁峰路 200 号江南花园，合计 16667.19 ㎡。

截至 2015 年底，翔程物业总资产 20726.96 万元，总负债 18216.97 万元，所有者权益 2509.98 万元。2015 年及 2016 年 1~3 月，公司分别实现出租收入 2789.27 万元和 760.08 万元，毛利率分别为-14.29%和 4.94%，其中 2015 年毛利率为负主要系会计做账时将总部部分人员费用和开支计入该板块，导致利润为负。目前，翔程物业主要经营物业管理及其业务咨询、房屋租赁与维修、场地租赁、物流配送、仓储、园林绿化服务；商务咨询；城市公共经营与管理、停车场建设与经营和户外广告发布业务。

3. 未来发展

根据衡阳市政府关于《转型意见》的说明，公司有望进一步获得市政府的大力支持。同时，公司将全面提高资本经营能力、综合开发能力、经营管理能力，以创新模式为重点，实现融资新突破以筹集基建资金。在未来 3 年投资计划方案中，公司计划实施新建工程总投资约 288.52 亿元。公司未来重点投资项目见下表，其中雷公塘棚户区改造项目已经启动一期。

跟踪期内，公司业务板块经营正常，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。公司未来计划投资规模较大，对外融资需求强，存在一定的资金压力。

表 6 公司未来重大项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金来源		资金落实情况	项目进展安排
			贷款	自筹		
市本级保障性住房项目	廉租房、公租房、棚户区安置房共计约 100 万平方米	约 20.00	12.00	8.00	基本落实	已全面开工
武广新区开发建设项目	武广新区总用地面积 16.7 平方公里，约 2500 亩，其中路网建设共计 34 条主次干道，计划 10 年分期建设	70.00	45.00	25.00	正在落实	雁城大道、陵合路已开工建设，武广配套设施、衡州大道、东外环已完工

雷公塘棚户区改造项目	该项目西至蒸湘南路，北至规划中的向蒸路，东临蒸阳南路，南抵规划中的隆湖路。规划占地面积为 718.65 亩，总建筑面积为 180 多万平方米。该项目总投资预算 74 余亿元，拟分三期开发。	约 74.00	50.00	24.00	正在落实	拆迁完成
内环西路北段	船山西路—蔡伦大道，长 5.3 公里，宽 60 米	7.44	5.21	2.23	准备建设银行	拆迁完成
三馆两中心	包括图书馆、游泳馆、体育馆、市影剧艺术中心、市青少年活动中心	9.32	6.52	2.80	正在落实	拆迁完成
内环北路	一环西路—蒸阳北路，长 3.2 公里，宽 60 米	5.00	3.50	1.50	准备建设银行	路基工程
内环西路南段	衡州大道—南外环，长 7.8 公里，宽 60 米	10.54	7.38	3.16	准备建设银行	路基工程
物流配送中心	7 个物流配送中心，含停车场、洗车场	3.50	2.45	1.05	正在落实	土地平整
内环南路	蒸阳南路—内环西路，长 12 公里	12.60	8.82	3.78	准备建设银行	路基工程
狮山棚改项目	项目位于珠晖区和平乡洪塘村、湖东村，占地约 1386 亩，改造户数 5710 套，改造面积约 31 万平方米。	24.90	20.00	4.90	国开行贷款	拆迁工作完成，土地平整，主体工程完成 30%
东山棚改	项目位于珠晖区和平乡东村，占地约 580 亩，改造户数 2708 套，改造面积约 27 万平方米。	12.00	9.00	3.00	国开行贷款	拆迁工作完呈，主体工程 30%
高兴棚改	项目位于雁峰区湘江乡高兴村，南郊公园以西、蒸阳南路以东、衡阳市职业中专以南，占地约 2380 亩，改造套数 8716 户，改造面积约 48 万平方米。	39.22	27.45	11.76	交通银行贷款	拆迁工作，准备土地平整完成
合计	--	**约 288.52**	**197.33**	**91.19**	--	--

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2016 年 04 月 28 日公开发行了“16 衡阳城投 MTN001”，期限为 5 年，募集资金 10.00 亿元，全部用于偿还银行到款。

截至本跟踪评级报告出具，募集资金已使用 2.29 亿元，尚未使用 7.71 亿元。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年三年连审的财务报表已经利安达会计师事务所[1]（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至2016年3月底，公司拥有6家并表子公司。2014年，公司新增并表二级子公司3家，减少二级子公司1家，具体为公司新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，并接受股权划转经营公司，2013年公司仅将经营公司资产负债并入，

[1]根据中华人民共和国财政部、中国证券监督管理委员会于 2016 年 3 月 11 日发布的[财政部 证监会公告 2016 年第 32 号]文件，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）因在执行审计业务中未能勤勉尽责，分别于 2014 年 2 月、2015 年 11 月、2016 年 2 月受到行政处罚（中国证监会行政处罚决定书〔2014〕21 号、〔2015〕67 号和〔2016〕20 号）。责令利安达自本公告发布之日起暂停承接新的证券业务，在整改和接受核查期间，利安达不得承接新的证券业务。

未合并收入，于2014年并表核算；同时因股份改制公交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），自来水公司不在并表核算；同年4月，根据（衡）内资登记字[2015]第150号文件，公司子公司衡阳市蒸湘路建设投资有限公司注销登记；同年6月，公司按新的持股比例对衡阳市城通管网建设开发有限公司进行第二期增资后，公司对其拥有实际控制权（持股比例为51%），将其自2015年7月纳入合并范围；同年12月，根据公司的股东决定，将蒸阳投公司100%股权无偿划转至衡阳市财政局，因此蒸阳投公司及其子公司道路建设公司从2015年12月开始不在纳入合并范围。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。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 569.31 亿元，所有者权益 328.88 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元）；2015 年公司实现营业收入 22.32 亿元，利润总额 4.46 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 599.54 亿元，所有者权益 329.80 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 5.87 亿元，利润总额 0.92 亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来源于委托代建项目和工程结算收入等，2013~2015年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长16.66%，其中，2014年有所增长主要系受托代建项目收入和自来水销售收入增长所致；2015年实现营业收入22.32亿元，同比增长18.32%，其中委托代建项目收入达20.18亿元（计入“营业收入-受托代建项目收入”科目），占营业收入总额的90.41%，占比较2014年增长9.25个百分点，2015年公司整体营业利润率为18.84%，较2014年小幅增长。

2013~2015年，公司期间费用率波动下降，分别为26.98%、23.02%和25.65%。近年，由于长期借款大幅增加使得同期公司财务费用快速增长，2013~2015年财务费用分别为2.77亿元、3.11亿元和4.45亿元。整体看，公司期间费用占比较高，期间费用控制能力有待加强。

2013~2015年，受财务费用快速增加影响，公司营业利润持续为负，2014年，公司营业利润为-0.75亿元，相比2013年有所好转，主要系营业收入增加、管理费用、销售费用减少所致。2015年公司营业利润为-1.18亿元，主要由于财务费用增长较快所致。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。2015年公司利润总额为4.46亿元，同比下降6.71%，其中补贴收入为5.60亿元，补贴收入较2014年（5.54亿元）略微增长。整体看，补贴收入对利润总额贡献大，公司利润对补贴收入的依赖性强。

从盈利指标情况看，由于有息债务增加，2013~2015年公司总资本收益率逐年下降，分别为2.88%、2.81%和3.19%；由于资本公积增长较快，净资产收益率2013~2015年波动下降，分别为1.68%、1.77%和1.35%，公司整体盈利能力弱。

2016年1~3月，公司实现营业收入5.87亿元，为2015年营业收入的26.32%；同期公司利润总额0.92亿元，公司营业利润率下降至16.68%。

跟踪期内，公司收入较上年有所增长，但公司盈利能力弱，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。受往来款支付情况及回购款划拨影响具有一定不确定性，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.28亿元、-2.73亿元和3.21亿元。2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为21.74亿元，同比增长8.73%，系当年结算所增加的收入；2015年公司现金收入比为97.44%，

较上年的106.04%有所降低，公司收入实现质量较好。公司收到其他与经营活动有关的现金47.07亿元，较2014年增长79.05%，主要系公司收到财政局、国土局等往来款增多以及收到财政拨款所致。现金流出方面，2013~2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，年均复合增长35.22%，2014年增长较多主要因为主营业务成本增长同时当年支付通过招拍挂购买土地的预付保证金。2015年，购买商品、接受劳务支付的现金为48.16亿元，同比增长44.81%，主要系支付的土地款增加所致。2015年，公司支付其他与经营活动有关的现金8.03亿元，较上年下降13.92%。

投资活动方面，2013~2015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，公司投资活动现金流量净额长期为负，2013~2015年分别为-6.61亿元、-23.41亿元和-52.18亿元。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，2015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34.38亿元，较2014年的23.17亿元增长48.39%。同期，公司支付其它与投资活动有关的现金为16.61亿元，主要系支付给华耀城公司、湖南担保公司等单位的借款。

筹资活动方面，2013~2015年公司筹资活动现金现金流入分别为14.21亿元、82.55亿元和102.21亿元，筹资活动现金流入大幅增长系取得借款增加所致。2013~2015年公司筹资活动现金流出分别为12.80亿元、50.00亿元和29.54亿元。2014年公司筹资活动现金流出较大主要为归还借款和支付的票据保证金；2015年公司偿还债务支付现金17.99亿元，主要为归还借款所致；2013~2015年公司筹资活动现金流量净额分别为1.41亿元、32.55亿元和72.67亿元。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.98亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金9.64亿元，主要为土地整理支出7.62亿元、工程施工支出1.34亿元、原材料等购进0.68亿元；支付其他与经营活动有关的现金4.57亿元，主要系与衡阳市财政局往来款4.24亿元。同期，公司无投资活动产生的现金流入，购建固定资产、无形资产等支付的现金1.14亿元，主要为公司办公楼和市人大办公楼等在建工程投资。筹资活动产生的现金流量净额为31.84亿元，主要以取得借款收到的现金为主，具体为银行长期借款。

跟踪期内，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难以满足对外投资，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

资产

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 28.00%。截至 2015 年底，公司（合并）资产 569.31 亿元，较 2014 年底增长 29.65%，流动资产和非流动资产较上年均有所增长，分别占比为 81.67%和 18.33%。2015 年流动资产涨幅小于非流动资产，非流动资产占比较上一年增加 0.58 个百分点。

2013~2015年，公司流动资产年均复合增长28.53%，主要系货币资金、其他应收款和预付账款增长所致。截至2015年底，公司流动资产合计464.96亿元，同比增长28.74%，主要系存货大幅增长所致。流动资产中，货币资金占10.57%，预付款项占9.56%，其他应收款占4.94%，存货占74.82%。

2013~2015年，公司货币资金年均复合增长64.82%。其中2014年底较2013年底增幅较大，主要系公司银行存款增长所致。截至2015年底，公司货币资金49.13亿元，同比增长21.06%。其中现金和其他货币资金规模小，银行存款为48.63亿元，占比为98.98%。截至2015年底，公司受限资金3.15亿元，受限比率为6.41%。

2013~2015年，公司预付款项整体呈大幅增长态势，年均复合增长184.05%，其中2014年底较2013年底增幅巨大，主要系预付衡阳市国土

资源局土地拍买款增长所致。截至2015年底，公司预付款项44.47亿元，较上年下降3.25%。公司预付款项主要以1年内和1至2年为主，分别占比73.51%和26.40%。从预付款前大额名单来看，预付集中度高，主要由预付衡阳市国土局土地拍买款、华融湘江银行资产收购款和衡阳市衡山科学城投资开发有限公司投资款构成，分别占公司预付款项合计的94.09%、3.05%和2.60%。

2013~2015年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长8.84%，其中2014年底较2013年底大幅增长，主要系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。截至2015年底，公司其他应收款账面价值为22.97亿元，较2014年底下降17.95%，主要系应收衡阳市财政局、国土局款项在本期收回所致。公司其他应收款欠款主要构成为公司与华耀城（衡阳）有限公司发生的借款6.27亿元、衡阳城投置业投资有限公司往来款3.57亿元、衡阳市国土资源局竞拍保证金2.75亿元、衡阳市担保投资集团有限公司借款2.00亿元和衡阳市财政局公路收费权补偿基金1.69亿元。从账龄结构来看，1年以内的其他应收款占总欠款的95.15%，1-2年的占比为1.45%，2-3年的占比0.45%，账龄分布非常集中。截至2015年底，公司累计计提坏账准备208.34万元。公司其他应收款回款风险小。

2013~2015 年，受开发成本不断增加影响，公司存货快速增长，年均复合增长 20.91%。截至 2015 年底，公司存货合计 347.90 亿元，较上年底大幅增长 41.69%，主要开发成本增长所致。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廉租房项目，此外，廉租房项目开发成本 20.93 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 2015 年底存货中共有 144.05 亿元已被抵押，抵押比率为 41.41%。

2013~2015年，受项目建设投入不断增加影响，公司非流动资产快速增长，年均复合增长25.72%，截至2015年底，公司非流动资产合计104.35亿元，同比增长33.91%，主要系在建工程增加所致。其中可供出售金融资产占4.81%，长期应收款2.20%，固定资产占24.02%、在建工程占61.78%。

2013~2015年，公司可供出售金融资产年均复合增长13.90%，其中2014年底较2013年底有所增长，主要系当年公司和子公司新增对衡阳市公交公司和湖南农业信用担保有限公司投资持股所致。截至2015年底，公司可供出售金融资产5.02亿元，较上年底增加0.70亿元，主要系公司和子公司分别对湖南农业信用担保有限公司投资持股增加所致。

2013~2015年，公司长期应收款呈逐年下降趋势，年均复合下降6.32%，截至2015年底，公司长期应收款2.30亿元，较上年底减少1700.00万元，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，本期已全部结清，收回剩余1700万元欠款。

截至2015年底，公司新增投资性房地产7.25亿元，主要因为公司下属子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司将用于出租的房屋建筑物6.14亿元由固定资产转入该项目。

2013~2015年，公司固定资产呈逐年下降趋势，年均复合下降20.78%，其中2014年底较2013年底小幅下降，主要系公交公司不再纳入合并范围所致。截至2015年底，公司固定资产合计25.07亿元，较上年底大幅下降34.03%，主要系衡阳市市自来水有限公司和衡阳市蒸阳投资有限公司及其子公司衡阳市城市道路建设有限公司不再纳入合并范围、子公司衡阳市行政事业资产经营有限公司将用于出租的房屋建筑物6.14亿元结转至投资性房地产核算所致。

2013~2015年，公司在建工程逐年增幅加大，年均复合增长88.61%，其中2014年底较2013底大幅增长，主要系道路在建项目增加和投资规模扩大所致。截至2015年底，公司在建工程64.47亿元，较上年底增加101.03%，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2016年3月底，公司资产总额599.54亿元，较2015年底增长5.31%，主要系银行贷款增加导致货币资金大幅增长所致。

跟踪期内，伴随公司市政建设项目投入不断扩大，政府回款和在建工程也随之增加，公司资产较上年有较大增幅，资产结构以流动资产为主，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，公司整体资产质量一般。

所有者权益

公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，2013~2015 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 17.64%，其中 2014 底较 2013 年底有所增长，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”科目体现。2014 年该科目为 26.29 亿元，主要系子公司归还衡阳财政局欠款，账面反映为合并抵消后净值）。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 328.88 亿元（少数股东权益 0.13 亿元），较上年底增长 22.00%，资本公积增长较快，具体为衡阳市政府将珠晖区酃湖乡上托村等 23 宗注入公司（账面价值共计 49.19 亿元）和获得衡阳市财政局拨款 10.79 亿元所致。同时，由于将衡阳市蒸阳投资有限公司 100%股权无偿划转至衡阳市财政局，减少资本公积 1.65 亿元；根据[2013]第 6 次《衡阳市人民政府常务会议纪要》，衡阳市市自来水有限公司 100%股权无偿划转至衡阳水务集团有限公司，减少资本公积 3.92 亿。公司所有者权益中，资本公积和未分配利润分别占 93.00%和 5.14%，资本公积占比高。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 329.80 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元），较 2015 年底保持相对稳定。

跟踪期内，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质量一般。

负债

2013~2015年，公司负债合计快速增长，分别为109.80亿元、169.53亿元和240.44亿元，年均复合增长47.98%，其中2014年底较2013年底大幅增长，主要系当年公司新增银行承兑汇票和项目推进资金需要导致长期借款增长所致。截至2015年底，公司负债合计240.44亿元，较2014年底增长41.83%，其中流动负债和非流动负债分别占46.04%和53.96%。截至2015年底，公司流动负债合计110.69亿元，较上年底增加83.65%。流动负债增长加快主要因为其他应付款和一年内到期的非流动负债占比较大且大幅增长所致。截至2015年底，其他应付款为67.70亿元，同比增长144.24%，主要系公司与衡阳市蒸阳投资有限公司、衡阳市财政局等往来款增加。截至2015年底，一年内到期的非流动负债为41.63亿元，同比增长547.64%，主要为部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债增加所致；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87.75%和8.23%。截至2015年底，公司非流动负债合计129.75亿元，较上年底增加18.75%，主要系通过信用借款和土地抵押借款产生的长期借款（113.85亿元）大幅增加所致。

2013~2015年，公司有息债务总额分别为84.24亿元、137.77亿元和166.17亿元。截至2015年底，长期债务124.54亿元，短期债务41.63亿元。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。

从债务指标情况来看，2013~2015年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率处于上升趋势。受长期借款增加影

响，公司债务负担有所增长。截至2015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42.23%、27.47%和33.57%，其中，资产负债率增加3.62个百分点、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别较上年底减少1.22个百分点和0.25个百分点。

截至2016年3月底，公司负债合计269.74%，较2015年底增长12.19%，主要系长期借款增加，同期，带动公司有息债务增长至199.25亿元，较2015年底增长19.91%。截至2016年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别提高至32.34%、37.66%、44.99%。

跟踪期内，公司负债规模扩大，负债结构以长期负债为主，且以政府回购项目借款为主，所有者权益结构稳定性较强，公司债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年底，公受其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增长，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年平均值分别为544.89%和134.38%，截至2015年底，上述两项指标分别为420.06%和105.75%。2016年3月底，上述两项指标分别为462.41%和136.10%。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。2015年公司经营现金流动负债比为2.90%，较上年由负转正，主要系收到企业与经营活动有关的现金大幅增加所致。整体看，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债指标看，受公司有息债务增长较快影响，2013~2015年，公司全部债务/EBITDA分别为11.20倍、15.28倍和18.92倍，账面反映的EBITDA对全部债务的保护能力较弱。截至2015年底，国开行未还清贷款余额为22.00亿元及公司已发行的企业债券33.00亿元，占公司2015年底全部债务的33.10%；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增强，考虑到回购项目资金的分期回流，以及未来衡阳市政府对公司优质资产的注入和资产规模的大幅提升，公司整体债务偿还风险较小。

截至2016年3月底，公司对外担保金额为71.98亿元，担保比率21.83%，被担保公司为主要为国有企业或事业单位，目前被担保公司经营正常，公司仍存在一定的或有负债风险。

表7 截至2016年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保期限	担保金额
湖南省保障性安居工程投资有限公司	2015-06-12 至 2020-06-11	100000.00
衡阳市交通建设投资有限公司	2014-08-04 至 2018-09-30	60000.00
衡阳市蒸阳投资有限公司	2015-06-29 至 2018-06-29	55550.00
衡阳市蒸阳投资有限公司	2014-10-30 至 2017-10-30	50000.00
衡阳市城市道路建设有限公司	2015-7-31 至 2016-7-30	50000.00
衡阳市交通建设投资有限公司	2015-08-26 至 2017-09-08	50000.00
衡阳市交通建设投资有限公司	2015-05-22 至 2018-12-30	25600.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-04-09 至 2018-04-08	21000.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-4-30 至 2018-04-29	12000.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-07-01 至 2018-06-30	12000.00

衡阳市自来水有限公司	2015-06-16 至 2016-06-15	10000.00
衡阳市城市道路建设有限公司	2015-06-30 至 2016-06-29	10000.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-04-01 至 2018-03-31	9000.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-05-04 至 2018-05-03	8000.00
衡阳铁程投资有限公司	2015-06-26 至 2018-06-25	8000.00
衡阳弘湘国有资产经营有限责任公司	2015-09-24 至 2016-09-23	8000.00
衡阳市自来水有限公司	2012-05-18 至 2016-05-12	4000.00
衡阳市城市道路建设有限公司	2015-09-03 至 2016-09-29	3000.00
湖南省保障性安居工程投资有限公司	2014-5-23 至 2023-8-17	88200.00
衡阳市滨江新区投资有限责任公司	2014-08-07 至 2019-08-03	44000.00
衡阳市滨江新区投资有限责任公司	2015-01-05 至 2019-08-23	44000.00
衡阳湘水投资建设有限公司	2015-12-31 至 2019-12-31	19000.00
衡阳市滨江新区投资有限责任公司	2014-12-19 至 2017-11-24	15982.60
衡阳市滨江新区投资有限责任公司	2015-01-23 至 2017-12-12	9296.54
衡阳市滨江新区投资有限责任公司	2015-03-27 至 2020-03-26	3181.13
合计		**719810.27**

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 249.94 亿元，已使用额度 197.98 元，尚未使用额度 51.96 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据交通银行股份有限公司衡阳分行提供的企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G10430401000206009），截至 2016 年 5 月 19 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

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

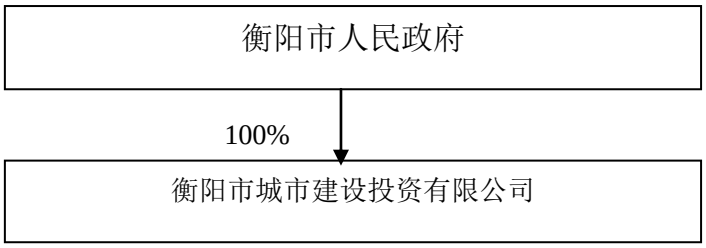
公司通过“16 衡阳城投 MTN001”于 2016 年 4 月募集项目资金 10.00 亿元，发行期限 5 年，按年付息，到期一次兑付本金。2015 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 68.82 亿元和 3.21 亿元，分别为“16 衡阳城投 MTN001”本金的 6.88 倍和 0.32 倍。截至 2015 年底，公司 EBITDA 为 8.78 亿元，为“16 衡阳城投 MTN001”本金的 0.88 倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“16 衡阳城投 MTN001”本金保障能力较强。

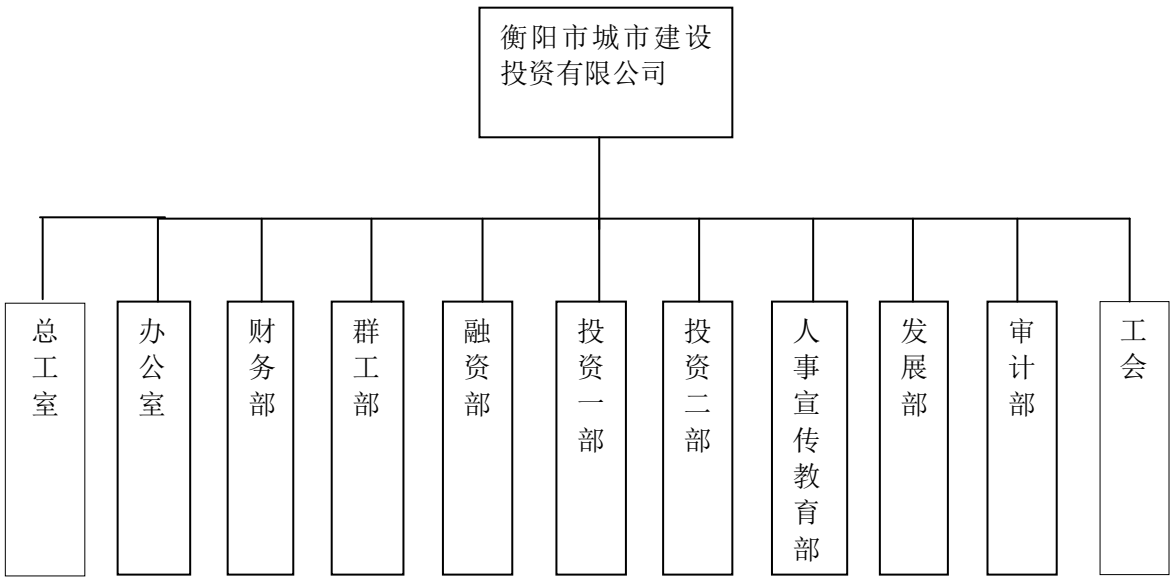
十一、结论

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“16 衡阳城投 MTN001”AA^+的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.87	22.28	45.98	72.85
资产总额(亿元)	347.46	439.10	569.31	599.54
所有者权益(亿元)	237.66	269.57	328.88	329.80
短期债务(亿元)	11.32	29.32	41.63	41.63
长期债务(亿元)	72.92	108.44	124.54	157.62
全部债务(亿元)	84.24	137.77	166.17	199.25
营业收入(亿元)	16.40	18.86	22.32	5.87
利润总额(亿元)	4.00	4.78	4.46	0.92
EBITDA(亿元)	7.52	9.02	8.78	--
经营性净现金流(亿元)	6.28	-2.73	3.21	-6.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	69.51	32.36	55.76	--
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	118.12	106.04	97.44	97.17
营业利润率(%)	14.19	17.27	18.84	16.68
总资本收益率(%)	2.88	2.81	3.19	--
净资产收益率(%)	1.68	1.77	1.35	--
长期债务资本化比率(%)	23.48	28.69	27.47	32.34
全部债务资本化比率(%)	26.17	33.82	33.57	37.66
资产负债率(%)	31.60	38.61	42.23	44.99
流动比率(%)	775.41	599.25	420.06	462.41
速动比率(%)	119.73	191.87	105.75	136.10
经营现金流动负债比(%)	17.31	-4.52	2.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.20	15.28	18.92	--

注：现金类资产已扣除受限资金；2016 年一季度财务数据未经审计。

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=【(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-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%

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。