跟踪评级公告

联合[2016] 2070 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持永州市城市建设投资发展有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11永州债/11永州城投债”AA^{+}、“13永州债/13永州城投债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月二十四日

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

永州市城市建设投资发展有限责任公司
企业债券跟踪评级报告

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
11 永州债/11 永州城投债	10 亿元	2011/12/5-2021/12/5	AA^+	AA^+
13 永城投/13 永州城投债	10 亿元	2013/10/23-2020/10/23	AA	AA

评级时间：2016 年 8 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.11	2.60	12.48	26.91
资产总额(亿元)	224.68	229.29	251.64	279.57
所有者权益(亿元)	170.66	169.78	168.92	169.07
长期债务(亿元)	39.01	37.98	59.88	84.24
全部债务(亿元)	42.27	43.21	67.00	90.29
营业收入(亿元)	7.31	7.23	7.95	0.00
利润总额 (亿元)	3.61	2.16	2.24	0.15
EBITDA(亿元)	5.25	4.23	2.65	--
经营性净现金流(亿元)	0.44	-2.02	-0.68	-5.86
营业利润率(%)	63.92	19.88	17.01	-3101.82
净资产收益率(%)	2.10	1.27	1.32	--
资产负债率(%)	24.04	25.95	32.87	39.53
全部债务资本化比率(%)	19.85	20.29	28.40	34.81
流动比率(%)	1222.88	869.32	902.86	864.87
全部债务/EBITDA(倍)	8.05	10.22	25.30	--
经营现金流动负债比（%）	2.96	-9.38	-2.99	--

注：1.公司 2014 年起使用新会计准则，故 2013 年数据为 2014 年期初数；2.2016 年一季报财务数据未经审计；3.货币资金已扣除受限资金。

分析师

黄海伦　张庆扬

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：Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，永州市区域经济发展良好，财政收入持续增长，可控财力不断增强。永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”）作为永州市从事基础设施建设的投资主体，市政府在财政补贴等方面对公司支持力度进一步加强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到政府资金拨付效率仍然较低、公司资产中应收款项和存货占比大、收入实现质量差等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

公司拥有丰富的土地资产，在建及拟建基础设施项目具备一定规模，未来几年，公司营业收入及盈利能力有望提高；同时地方财政实力的增强有助于提高政府应付款项的资金拨付效率。

“11永州债/11永州城投债”设立专项偿债基金，并以36宗土地使用权进行抵押担保，跟踪期内抵押资产评估价值保持稳定，对“11永州债/11永州城投债”本息的覆盖程度有所增强。“13永城投/13永州城投债”设立专项偿债账户，存续期后五年分期等额偿付本金的安排，有助于降低“13永城投/13永州城投债”本息集中偿付压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“11永州债/11永州城投债”AA^+、“13永城投/13永州城投债”AA的信用等级。

优势

1. 永州市区域经济发展稳定，财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司获得市政府支持力度较大。
3. 公司土地抵押资产有助于增强“11 永州债/11 永州城投债”偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中应收款项和存货占比大，流动性偏弱，整体资产质量一般；其他长期资产资金回流存在不确定性，对公司资金形成一定压力。
2. 跟踪期内，公司收入实现质量差，政府资金拨付效率仍有待提高。
3. 受永州市土地市场持续低迷影响，公司近年土地开发整理收入大幅下降；受此影响，原计划由财政局偿还的应收款项存在较大不确定性。
4. “11永州债/11永州城投债”债券在第5年末（即2016年）附投资者回售选择权，若投资者选择行使该权利，则公司未来将面临较大偿付压力。

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）与永州市城市建设投资发展有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与永州市城市建设投资发展有限责任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，未因永州市城市建设投资发展有限责任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永州市城市建设投资发展有限责任公司提供，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永州市城市建设投资发展有限责任公司主体长期信用及存续期内“11 永州债/11 永州城投债”及“13 永城投/13 永州城投债“的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 主体概况

永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“永州城投”）系经湖南省永州市人民政府批准，于1999年10月成立的全民所有制企业，原名为永州市城市建设投资开发公司，初始注册资本2800万元。2001年11月，永州市国有资产管理局下发“永国资[2001]35号”文，根据该文件，市国资局同意将市污水处理有限责任公司、国有存量土地等资产共计72463.30万元注入公司，公司注册资本增至75263.30万元。2014年9月5日，根据《永州市城市建设投资发展集团有限责任公司组建方案》（永办发[2013]29号），公司整体改制变更为有限责任公司（国有独资），名称变更为永州市城市建设投资发展有限责任公司。截至2016年3月底，公司注册资本75263.30万元，永州市人民政府为唯一出资人和实际控制人。

公司经营范围：筹措、管理、营运城市建设资金，承担城市基础设施建设及发展相关的二、三产业，土地开发整理、水利防洪建设。（以上项目涉及需前置行政许可的凭有效许可证经营；法律法规禁止的不得经营）。

截至2016年3月底，公司拥有重点项目部、办公室、河西项目管理部、计划财务部、投融资部、人力资源部以及工程管理部共7个职能部门；拥有14家全资、控股子公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额251.64亿元，所有者权益168.92亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2015年公司实现营业收入7.95亿元，利润总额2.24亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额279.57亿元，所有者权益169.07亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入6950.00元，利润总额0.15亿元。

公司注册地址：湖南永州市冷水滩区梅湾路168号；法定代表人：金彪。

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，显示中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，中国就业形势总体稳定。

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，表明中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，中国固定资产投资（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，中国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；中国消费与人均收入情况大致相同，中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，中国进出口总值 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。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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，中国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. 城市基础设施建设行业现状与前景

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督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在永州市，公司的发展直接受永州市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与该地区未来规划密切相关。

（1）区域经济概况

永州市位于湖南省南部，五岭山脉北麓，土地总面积2.24万平方公里，现辖冷水滩、零陵两区和祁阳、东安、双牌、道县、宁远、江永、江华、新田、蓝山9县，188个乡镇，5000多个行政村，总人口627.7万人。

永州东邻湖南郴州市、南接广东省清远市、西与广西桂林市相连、北与湖南邵阳市、衡阳市毗邻，自古便是华中、华东地区通往广东、广西、海南及西南地区的交通要塞，也是湖南对外开放的重要门户，素有“南山通衢”之称，是内地直达两广（广东、广西）、两南（海南、大西南）、两区（香港、澳门地区）的重要通道，中国华南与华中两大经济区的重要结合部，具

有明显的双辐射功能，区位优势明显。

根据《永州市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，全市实现地区生产总值1418.17亿元，同比增长9%。其中，第一产业增加值308.57亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值518.02亿元，同比增长8.9%；第三产业增加值591.58亿元，同比增长11.4%。按常住人口计算，人均地区生产总值26222元，同比增长8%。全市三次产业结构比重由上年的21.7：37.7：40.6调整为21.8：36.5：41.7，第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为8.2%、39.3%、52.5%。

2015年，全市全年共完成固定资产投资1541.35亿元，同比增长18.2%。按经济类型分，国有投资636.82亿元，同比增长27.1%；非国有投资904.53亿元，同比增长12.7%，其中民间投资867.93亿元，同比增长14.4%，占全部投资的比重为56.3%，对全市投资增长的贡献率达46%。从产业来看，第一产业完成投资50.45亿元，同比下降12%，第二产业完成投资740.4亿元，同比增长28.6%，第三产业完成投资750.5亿元，同比增长12%，三次产业投资的比重由上年4.4:44.2:51.4调整为3.3:48:48.7。全市施工项目为3040个，同比增长20.3%，其中新开工项目2456个，同比增长29.3%，投产项目个数为2247个，同比增长25.5%。

（2）财政实力

根据《2015年永州市国民经济和社会发展统计公报》统计，2015年，永州市财政收支稳步增长。全市完成财政总收入131.14亿元，同比增长15.7%。其中，一般预算收入92.48亿元，同比增长14.7%；上划中央税收29.82亿元，同比增长18.8%；上划省级税收8.84亿元，同比增长15.1%。在一般预算收入中，地方税收收入54.99亿元，同比增长16.8%，非税收入37.49亿元，同比增长11.8%。全市税收收入比重71.4%，比2014年提高1个百分点。全市公共财政预算支出350亿元，同比增长17.7%，其中住房保障支出22.72亿元，同比增长25%，农林水事务支出58.73亿元，同比增长20.3%，医疗卫生支出39.47亿元、增长18.4%，社会保障和就业支出55.44亿元，增长16.4%。2015年底，全市财政收入过5亿元的县区增加到9个，5个县区突破10亿元。全市人均财政收入2415元。

（3）地区未来发展

《永州市城市总体规划修改方案（2009—2030）》提出，在今后20年内，该市将充分发挥湘、粤、桂交通枢纽的区位优势，推进产业结构调整，强化中心城区职能，优化城市空间结构，提高城市竞争力；改善城市生态环境，构筑现代化大城市生态框架，保障城市经济、社会可持续发展，将永州建设成为先进工业主导，商贸、物流、旅游业发达，生态环境优美、文化底蕴深厚、城市特色突出的国家历史文化名城、湘粤桂省际区域性中心城市和现代化生态旅游宜居城市。

城市规模方面，永州市中心城区2020年规划人口85万人，2030年规划人口125万人。永州市中心城区人均建设用地面积为109.50㎡/人，规划至2030年，城市建设用地规模136.90平方公里。

城市道路交通规划体系方面，冷水滩西片区形成六纵十横，东片区形成六纵六横的主干路系统；岚角山新区形成四纵七横的主干路系统；零陵区西区形成一纵两横，零陵区东区形成四纵六横的主干路系统。

给水规划方面，预计2030年永州市最高日用水量为106万立方米/日，至2030年规划末期，永州市水厂供水总量达到108万立方米/日。现状保留水厂三处：菱角山水厂、荷叶岭水厂、娘子岭水厂。规划扩建曲河水厂和南津渡水厂；规划在中部衡枣高速附近处新建一水厂。排水规划方面，预计2030年永州市平均日污水量为90万立方米/日。规划扩建下河线污水厂与向家亭污水厂；规划在中部和北部各新建一个污水厂。

环卫工程规划方面，预计2030年永州市平均日生活垃圾产生量为2050吨，其中冷水滩区

1158吨、中部片区366吨、零陵区526吨。规划新建小型压缩式垃圾转运站23座。坦塘固体废物综合处理场以填埋场红线为基础向外划定不少于500米的安全控制距离；加强坦塘城市垃圾综合处理基地建设。

总体看，永州市是华南与华中两大经济区的重要结合部，具有明显的双辐射功能，区位优势明显。近年来，永州市经济保持了较快的增长势头，尤其获批国家级承接产业转移示范区的政策利好有利于当地经济迅速发展。同时，财政收入快速增长，可支配财力有所提高。随着永州市总体规划方案的实施，作为永州市城市资产的融资主体和建设主体，公司面临的发展机遇较大。

五、 基础素质分析

1. 产权状况

公司由永州市人民政府出资组建，永州市人民政府为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司是永州市城市资产的建设、经营与管理主体，是永州市城市建设领域资产规模最大的投资公司。经过近几年的快速发展，公司在城市基础设施建设行业的主导地位日趋巩固，土地一级开发职能不断加强。

公司是永州市最重要的城市公用资产经营主体，通过多年的项目运作与经营，逐步积累起了较大规模的城市公用资产。目前，公司共拥有经营性房产近 12.77 万平方米，房产经营收入主要来自于使用人向公司缴纳的租金或使用费。

在环境综合整治方面，公司下属子公司日处理污水量为 10 万吨，固体垃圾场总投资 16451 万元，日处理垃圾 860 吨，总库容 1075 万立方米，承担了永州市城区所有固体垃圾的处理业务。

目前，公司已经成为永州市政府直属规模最大、综合实力最强的国有企业之一，是永州市城市基础设施建设、土地开发与整理、城市公用资产经营以及环境整治等行业的主力军。

3. 政府支持

公司是直属市政府的重点综合性投融资主体，除了享有相关税收优惠政策外，还得到了政府在财政补贴、项目承建、土地出让金返还及应收款项保障等方面的大力支持。

资金补贴

在获得资产注入的同时，鉴于公司的特殊经营职能，政府在资金上也给予公司支持。具体表现在财政补贴方面。

2013~2015 年，永州市财政局对公司在城市基础设施、公共配套设施建设方面给予财政补贴分别为 0.70 亿元、2.57 亿元和 0.90 亿元，反映在公司现金流“收到的其他与经营活动有关的现金”科目。2016 年一季度公司暂未收到财政补贴。

承建项目支持

根据永州市人民政府永政函【2006】155 号文件，公司受市政府委托对永州市范围内的基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，项目实际支出成本由永州市政府承担，并在各项目建设完毕后由市财政分年度拨付至公司，且在项目建设期内，按每年完成投资额的10%作为投资回报支付给公司，并且规定今后受市政府委托新开工项目均参照此方案执行。

2011年3月5日，根据永州市人民政府永政函【2011】20号文，永州市政府同意自2011年1月1日起，公司受市政府委托投资建设的所有在建项目，均按每年完成投资额的18%作为投资回报支付给公司，原“永政函【2006】155号文”关于10%的投资回报自2011年起不再执行。2011年以后新开工建设项目投资本金，市政府按施工进度每年支付给公司。

土地出让金返还

根据永政函【2013】2 号文件，公司及所属子公司开发的土地使用权经市国土部门招拍

挂出让取得的收益，除法律规定应上缴国家的以外（应上缴国家部分暂按 20%计提），剩余部分全部由公司及所属子公司享有。

应收款项保障

根据《永州市人民政府关于对永州市城市建设投资发展有限责任公司应付账款的情况说明和偿还计划》（永政函【2014】104 号），截至 2013 年底，永州市财政局对公司应付款项合计 153618.02 万元，其中 137456.86 万元为市财政局应付公司的市政道路等基础设施及土地开发整理工程结算款；16161.16 万元为市土储中心应付公司的往来款。根据市政府未来偿还安排，2015~2017 年市财政局将完成对上述应付款项的支付，支付金额分别为 5 亿元、5 亿元和 5.36 亿元。偿付资金来源方面，市政府将授权公司对新塘街东侧、中兴路南侧、枫林山街西侧、长丰大道北侧的一块土地进行整理开发，土地面积约 1048.13 亩，按照目前永州市类似地段基准地价 232 万元/亩测算，该地块土地出让收入预计达 243166.16 万元，在扣除提留基金及税费后将全部返还给公司作为上述应付款项的还款来源保障。截至 2016 年 3 月底，受永州市土地市场低迷影响，该土地尚未出让，公司未收到 2015 年回款，联合资信将密切关注上述土地后续出让情况。

税收优惠

根据永政函【2011】133 号文件，为加大对城市基础设施建设的投入，永州市政府对于公司及所属子公司承建土地开发整理、市政基础设施项目收入涉及的营业税、城建税、教育费附加、印花税等由市财政负责解决；对其承担市政府委托进行土地开发整理、市政基建项目取得的项目财政性资金、收到的财政专项补贴资金作为不征收企业所得税收入。

总体看，跟踪期内，永州市政府在资金补贴、工程项目承建、土地出让金返还及税收优惠等方面给予了公司大力支持。

六、 管理分析

跟踪期内，根据永州市永政人【2016】3 号文《永州市人民政府关于金彪等同志职务任免的同志》，免去金彪同志的公司总经理职务，保留董事长职务，并由李世旺任公司总经理。本次变动为公司正常人事调整，不影响公司正常管理经营。

此外，公司在管理体制等方面无重大变化。

七、 经营分析

目前，公司主营业务收入主要包括城市基础设施建设、土地开发与整理和环境整治收入等。2013 年，公司建设重心为土地开发及整理，相应收入规模占比较大，占主营业务收入的 81.93%，成为公司主要收入来源；同期，由于 2011 年以后公司承接的中心城区重大项目陆续进入工程收尾阶段，投入逐年减少，同时新增项目尚处于建设初期，部分工程受征地拆迁影响，故 2013 年公司工程项目建设收入规模及占比较小。2014 年，由于永州土地市场低迷，公司土地整理开发业务确认收入仅 0.56 亿元，较上年大幅下降；同期，公司新建河东综合体项目确认收入，使得工程项目建设收入大幅增加，为 6.44 亿元。2015 年，受永州土地市场持续低迷影响，该板块无收入；2015 年公司主要收入来源为工程项目建设 7.64 亿元，占比 96.13%，系永州大道、珍珠路、桐木井路等项目确认收入。回款方面，2013~2015 年，公司土地开发整理和工程项目建设收到的现金合计分别为 2.74 亿元、3.08 亿元和 4.26 亿元。

毛利率方面，由于公司土地整理收入根据土地招拍挂成交价格的比例确认收入，拍卖存在价格波动，土地成本也受开发成本等方面影响，也会产生波动，受此影响，该板块 2014 年毛利率为 54.48%，同比大幅下降；工程项目建设方面，按照永政函【2011】20 号文件规定的 18%的成本加成水平，2013~2015 年均为 15.25%。

2016 年 1~3 月，公司未出让土地；工程项

目建设板块尚未实现收入，主要系该板块确认收入方式为年度确认；其他板块确认收入系租金收入 0.70 万元，毛利率为-2202.16%，主要系当期租金收入较少，相关出租房屋折旧成本较高所致。

表1　近三年公司收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	5.99	81.93	74.38	0.56	7.75	54.48	--	--	--	--	--	--
工程项目建设	1.18	16.20	15.25	6.44	89.07	15.25	7.64	96.13	15.25	--	--	--
其他	0.14	1.87	41.98	0.23	3.18	65.12	0.31	3.87	63.68	0.00	100.00	-2202.16
合计	**7.31**	**100.00**	**64.19**	**7.23**	**100.00**	**19.86**	**7.95**	**100.00**	**17.13**			

资料来源：公司审计报告

注：1、2013～2015年工程项目建设收入全部来自公司2011年以后承接的工程项目建设；

2、其他主要包括垃圾处理收入和租金收入；

3、2016年1~3月其他收入为0.70万元，为租金收入。

城市基础设施建设

公司是永州市城市基础设施建设项目的融资主体、投资主体、运营管理主体，在永州市城市路网与交通基础设施建设、新城区建设、公用设施项目建设、安居工程建设等领域一直占据主导地位。

政府对授权公司承建的城市基础设施项目支付投资回报。根据永州市人民政府永政函【2011】20 号文，永州市政府同意自 2011 年 1 月 1 日起，公司受市政府委托投资建设的所有在建项目，均按每年完成投资额的 18%作为投资回报支付给公司。2011 年以后新开工建设项目投资本金，市政府按施工进度每年支付给公司。公司基础设施建设项目前期启动资金主要依靠自筹和对外举债解决，该部分债务主要由政府拨付的项目资金进行平衡。

公司自 2011 年起调整工程建设会计核算原则，对于 2011 年以前承接的工程项目（后续继续施工），公司按照 2011 年后每年投资额的 18%计提投资建设回报，在损益表“投资收益”科目核算，不确认成本及收入；另外，工程成本支出分别反映在资产“在建工程”和现金流“支付的其他与投资活动有关的现金”科目中，待项目完工后，由在建工程转入其他长期资产，由市政府支付项目建设资金后进行冲抵。对于 2011 年以后承接的工程项目，公司按照成本加成确认收入，即按当期新增投资额的 18%确认工程毛利润，进而确认收入；工程投资成本计入资产“存货”和现金流“购买商品、接受劳务支付的现金”，于年底结转成本确认收入。

2013~2015 年，公司及其下属子公司由政府授权承建的基础设施项目投资额分别为 5.78 亿元、10.50 亿元和 13.12 亿元。对于 2011 年以前承接的工程，相关工程建设收益近三年分别为 0.86 亿元、0.73 亿元和 0.77 亿元；对于 2011 年以后承接的项目，公司实现工程建设收入分别为 1.18 亿元、6.44 亿元和 7.64 亿元，其中 2013 年主要为潇湘大道南延伸段、梅湾路改造 2 标、珍珠路改造 2 标等 6 个项目工程建设收入；2014 年主要为河东城市综合体项目建设收入；2015 年主要为永州大道、珍珠路、桐木井路等项目建设收入。2016 年 1~3 月，公司及其下属子公司由政府授权承建的基础设施项目投资额为 0.54 亿元，实现收益 0 亿元（系此投资额未经市财政投资评审中心审核故未计提投资收益），2016 年开工项目为年度确认收入。公司基础设施建设业务在建项目总投资 122.09 亿元，截至目前，已投资 102.46 亿元。

土地开发与整理

永州市政府赋予公司土地一级开发职能，由

公司全面负责永州市区国有土地的开发与整理业务，在对永州市政府注入的土地进行“三通一平”等开发整理工作之后，再由市土地储备中心按照“招、拍、挂”程序出让。

经营模式方面，根据永州市人民政府永政函【2007】2 号文件规定，公司拥有永州市城区土地一级开发职能，配合永州市政府及有关部门做好土地开发整理工作，公司及其子公司开发整理的土地通过永州市国土储备中心“招、拍、挂”后政府取得相应土地出让收入，收入的 90%由公司及其子公司享有，以补偿土地开发成本及适当的开发利润。自 2013 年起，依据永政函【2013】2 号文，除法律规定应上缴国家的以外（应上缴国家部分暂按 20%计提），剩余 80%全部由公司及所属子公司享有，公司获得的土地出让收入返还比例有所下调。

账务核算方面，2013 年以前公司按照每年形成的土地出让收入的 90%确认土地开发整理业务收入，自 2013 年起按照土地出让收入的 80%确认收入；对应成本均为土地整理期间发生的投资支出，分别反映在资产“在建工程”和现金流“支付的其他与投资活动有关的现金”科目下。

2013~2015年，公司所整理地块完成土地出让289.22亩、64.82亩和0.00亩，土地性质均为商住用地；按照各年度土地出让收入返还比例，公司分别实现土地开发整理收入5.99亿元、0.56亿元和0.00亿元。公司将收到的土地出让返还资金计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。从近年返还资金实际到位情况看，财政支付效率对其影响较大，资金到账存在一定程度滞后。截至2016年3月底，公司达到可出让条件的土地资产为440.17亩，合计估值约为8.80亿元。2016年1~3月，公司无土地出让。受土地市场持续低迷影响，2014年实际出让64.82亿元，原计划出让的两块土地流拍；2015年计划出让全部土地流拍。联合资信关注到，土地出让计划的实现易受宏观调控及土地市场波动影响，未来尚具有一定不确定性，加之土地价款的返还受财政支付效率影响大，该业务对公司未来盈利能力的贡献有待进一步观察。

总体看，跟踪期内，受宏观经济及土地市场影响，公司土地出让收入规模下降，返还资金到位情况欠佳，未来财政拨付效率有待提高；2015年全年，公司无土地出让，联合资信将密切关注公司后续土地出让情况。

表2　2013~ 2016年3月底公司所整理土地出让情况

年份	出让宗数（宗）	出让地段	面积（亩）	成交额（万元）	确认收入（万元）
2013 年	7	河东路网 J-7-1 地标、河东路网 A-70 地标、河东路网 J-4 地标、河东路网 CT-2011-1 地标、春江路加油站项目用地、紫霞路北珍珠路以西、冷水滩潇湘大道两旁	289.22	74774.77	59877.32
2014 年	1	火车新站 C-7	64.82	6970.00	5576.00
2015 年	0	--	--	--	--
2016 年 1~3 月	0	--	--	--	--
合计	**8**	--	**354.04**	**81744.77**	**65453.32**

资料来源：公司提供

注：2013年出让地块中，紫霞路北珍珠路以西和冷水滩潇湘大道两旁为协议方式出让地块。

根据永政函【2014】104 号文件，市财政将分 3 年支付对公司的应付款项，偿付资金来源主要为一宗政府授权公司整理开发的土地出让收入，截至 2016 年 3 月底，受永州市土地市场低迷影响，该土地尚未出让，公司尚收到 2015 年回款。联合资信将密切关注政府应付款项偿还资金到位情况。

城市公用资产经营

为盘活城市资产，拓宽城市建设融资渠道，2009 年起，永州市政府调整城市资产经营与管理思路，加大了城市公用资产的整合力度，改革城市公用资产经营管理体制，对

一大批原分属于市直单位的优质经营性公用资产进行整合，分批次将诸如城市经营性房产等注入公司，公司逐步积累起了较大规模的城市公用资产。

目前，公司共拥有经营性房产面积合计12.77万平方米，2015年实现租金收入317.52万元，利润260.00万元，租金收入同比大幅上涨主要系租赁房产增加所致。2016年1~3月，公司实现租金收入6950.00元。

城市环境整治

公司承担了永州市两项重要的环境整治事务：城市污水处理与城市垃圾处理。城市污水处理由永州市环保实业有限公司（因暂未实际控制，未纳入公司合并报表）负责，污水处理范围覆盖了永州市冷水滩区和零陵区主要城区，永州市下河线污水处理有限责任公司日处理污水量为10万吨，由于永州市对污水处理进行收支两条线管理，污水处理费收入由市财政局收取，支出由财政局拨付，公司账面上暂无营业收入。

公司下属子公司永州市坦塘垃圾处理有限责任公司是永州市唯一的固体垃圾处理企业，其所属的垃圾处理场总投资16451万元，日处理垃圾860吨，总库容1075万立方米，承担了永州市城区所有固体垃圾的处理业务。2015年垃圾处理22.79万吨，实现收入2758.61万元。2016年1~3月处理垃圾5.60万吨，暂未确认收入。

公司未来规划

公司作为永州市人民政府直属的国有独资公司，在永州市政府的指导下，按照城市基础设施项目建设计划，通过直接融资和间接融资等多元化融资手段筹集城建资金，以城市基础设施建设为载体，服务永州市城市建设，增强对经济社会发展的支撑能力。在未来的发展过程中，公司将抓住国务院审议通过的《促进中部地区崛起规划》和《国家发改委关于设立湖南省湘南承接产业示范区的批复》等历史机遇，进一步加强经营管理，做大做强主营业务，积极开拓新兴业务，努力将公司打造成为具有核心竞争力的城市建设投资开发公司。

公司在保持资产稳步增长的同时，根据永州市的总体发展规划，围绕全市城市建设的总体目标，公司将在城市基础设施建设、保障性住房、土地开发整理等方面加大投资力度以满足城市发展的要求。

表3　公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	2015年底已完成投资	2016年3月底已完成投资	2016年计划	2017年计划	2018年计划
1	永州大道	32000.00	20990.45	21200.32	5500.00	完工	
2	城南大道	35000.00	12105.86	15054.28	10000.00	10000.00	5000.00
3	传芳路	9000.00	7607.05	7800.00	500.00	0.00	
4	湘江西路	10000.00	6133.61	6486.52	2000.00	1000.00	
5	湘永路	7000.00	4810.58	5086.68	1000.00	完工	
6	中兴路	6000.00	4124.00	4500.00	400.00	500.00	完工
7	盘王路、站前路	6000.00	4685.70	4886.85	1000.00	500.00	
8	桐木井路	4700.00	3875.45	4015.95	500.00	完工	
9	富强-富民安置小区	5000.00	3422.21	3653.12	1000.00	500.00	
10	潇湘大道北	6000.00	2393.82	2536.25	200.00	500.00	500.00
合计		**120700.00**	**70148.73**	**75219.97**	**22100.00**	**13000.00**	**5500.00**

资料来源：公司提供

表4　公司拟建项目投资情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	2016年	2017年	2018年
1	河西造纸厂周边道路工程	100000	2000	5000	5000
2	永州无水港	100000	1000	1000	1000
3	湘江西岸棚户区改造	140000	60000	30000	40000
4	湘江东岸棚户改造(含风情街)	50000	5000	5000	5000
合计		**405000**	**46000**	**74000**	**95000**

资料来源：公司提供

如上表所示，截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 12.07 亿元，2016~2018 年计划投资额分别为 2.21 亿元、1.30 亿元和 0.55 亿元；同时，公司拟建项目总投资合计 40.50 亿元，2016~2018 年计划投资额分别为 4.60 亿元，7.40 亿元和 9.50 亿元。综合考虑公司未来三年在建及拟建工程投资规模，公司将面临一定融资压力。

总体看，跟踪期内，受宏观经济和房地产市场影响，公司无土地开发整理收入，且受财政支付效率影响，资金到位滞后；城市基础设施建设方面收入实现较上年快速增长。现阶段公司主要通过对外举债和政府支持解决资金缺口，对外部债务资金的依赖程度高。

八、 募集资金使用情况

公司于 2011 年 12 月 5 日公开发行了“11 永州债/11 永州城投债”，募集资金 10 亿元，债券期限为 10 年（5+5，即第 5 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）。募集资金原计划全部用于永州市湘江东路建设项目、永州市湘江西路建设项目和永州市城南大道建设项目，根据湖南省发展和改革委员会文件《关于同意调整 2011 年永州市城市建设投资开发公司市政项目建设债券募集资金投资项目的批复》（湘发改财贸[2013]1626 号），公司将募集资金中的 2.42 亿元用于永州市潇湘大道、零陵南路、银象路三个基础设施建设项目。截至 2016 年 6 月底，上述项目具体项目进度见表 3。

表5 “11永州债/11永州城投债”投资项目完成情况

（单位: 万元）

项目名称	已使用募集资金	工程进度
1、永州市湘江东路建设项目	12017	1、2、3 项已经完成勘查、设计、征地拆迁、基本完成路基、路面建设等施工； 4、5、6 项已基本完成
2、永州市湘江西路建设项目	16019	
3、永州市城南大道建设项目	20913	
4、潇湘大道建设项目	8994	
5、零陵南路建设项目	15938	--
6、银象路建设项目	17386	
合计	**91267**	

资料来源：公司提供

公司于 2013 年 10 月 23 日公开发行了“13 永州债/13 永州城投债”，募集资金 10 亿元，债券期限为 7 年，按年付息，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本金的 20%，最后一期利息随本金一起支付。募集资金中 1.4 亿元用于永州市 2012 年新建廉租住房建设项目，8.6 亿元用于永州市城市基础设施建设项目（潇湘大道项目和城南大桥项目），项目总投资 215184 万元。截至 2016 年 6 月底，上述项目募集资金使用情况如下表所示。

表6 “13永城投/13永州城投债”投资项目完成情况

（单位: 万元）

项目名称	已使用募集资金
城南大桥	24011
潇湘大道	84722
合计	108733

资料来源：公司提供

九、 财务分析

公司提供了 2013～2015 年度审计报告，改报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留意见。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

从合并口径看，2014 年公司出资设立永州市水务投资建设开发有限责任公司、永州市矿业投资开发有限责任公司和永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司；2015 年公司出资设立永州市城投置业有限责任公司，同时公司与子公司共同出资设立永州长银城建投资合伙企业（有限合伙）；2015 年，根据根据永州市人民政府出具的文件，将子公司永州市潇湘大桥资产管理有限责任公司的股权转让至永州市政府办；同时将子公司永州市冷水滩梅湾新区建设开发有限责任公司的股权转让至梅湾办事

处，2015 年，上述两家子公司不再纳入合并范围。考虑到新增和划出子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

会计政策变化：公司2013财务报表采用旧会计准则编制，2014年财务报表按照新准则编制，并对2014年期初数进行追溯调整。根据可比性原则，本报告中2013年财务数据使用2014年财务报告的期初数。

截至2015年底，公司（合并）资产总额251.64亿元，所有者权益168.92亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2015年公司实现营业收入7.95亿元，利润总额2.24亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额279.57亿元，所有者权益169.07亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入6950.00元，利润总额0.15亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来源于土地开发整理和工程项目建设等。2013~2015年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长4.28%。2015年公司实现收入7.95亿元，同比增长9.90%，同期，公司营业成本年均复合增长58.95%，其中2014年较2013年公司营业成本大幅增长主要系2014年公司以工程收入为主，该板块成本较高所致；2015年公司营业成本6.59亿元，主要以工程建设项目为主。受公司各业务板块收入波动影响，2013~2015年公司营业利润率持续下降，分别为63.92%、19.88和17.01%。

2013~2015年，公司期间费率用持续下降，分别为35.49%、32.86%和10.01%。由于公司将大部分债务产生的利息支出资本化处理，导致近三年财务费用持续下降，分别为1.95亿元、1.68亿元和0.06亿元。总体看，公司期间费用控制能力一般。

根据永政函【2011】20号文，2011年永州市政府对公司承建的所有在建项目均按每年完成投资额的18%作为投资回报支付给公司。近三年公司投资收益主要为对2011年以前承建项目的后续投资而提取的工程项目建设收益。2013~2015年，公司投资收益有所下降，年均复合下降6.37%。2015年，公司投资收益为0.77亿元，与去年基本持平。

根据《永州市财政局关于对市城建投资开发公司给予财政补助的批复》，2013~2015年公司收到的政府补贴收入分别为0.70亿元、2.57亿元和0.90亿元，计入“营业外收入-政府补助”科目。

从盈利指标看，由于有息债务快速增长，2013~2015年，公司总资本收益率逐年下降，分别为2.33%、1.82%和0.98%。受公司净利润波动影响，公司净资产收益率波动中有所下降，分别为2.10%、1.27%和1.32%，公司整体盈利能力弱。

2016年1~3月，公司营业收入极少，为6850.00元，主要为租金收入；利润总额为0.15亿元。

总体看，跟踪期内，受永州市土地市场低迷影响，公司无土地开发整理收入，对公司整体盈利能力产生一定不利影响；公司项目承建收益和财政补贴对公司利润贡献较大；期间费用控制能力一般。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长25.96%，2015年为4.57亿元，主要来源为工程收入，同时也包含少量租金收入和垃圾处理收入；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为财政补贴资金和往来款。现金流出方面，由于近三年公司承建的基础设施建设业务规模逐年扩大，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100.20%，2015年为6.68亿元；2015年支付的其他与经营活动有关的现金为0.22亿元，主要是往来款支出。公司经营活动现金净流量受项目工程款拨付、土地出让收入返还以及工程投入影响，近三年波动下降，公司经营活动产生的现金流量净额

分别为0.44亿元、-2.02亿元和-0.68亿元。2013～2015年，公司现金收入比分别为39.43%、45.90%和57.53%，收入实现质量差。

投资活动方面，公司主要承担永州市基础设施投资职能，投资活动现金流入全部为收回投资收到的现金，系子公司回收投资的股权款。2013~2015年，公司投资活动现金流出波动较大，所投资金主要用于2011年以前承接的工程项目的后续投资支出。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.09亿元、-1.85亿元和-6.52亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动主要以银行借款、发行债券收到现金为主；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。受公司融资安排影响，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为15.83亿元、-5.63亿元和17.48亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金流入全部为收到其他与经营活动有关的现金，主要为利息收入和往来款，公司经营现金流出主要是购买商品、接收劳务支付的现金9.75亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为-5.86亿元；公司投资活动现金流量净额为-1.36亿元，主要为支付的其他与投资活动有关的现金，系2011年以前承接的工程项目的后续投资支出；公司通过银行借款和发行债券融资较多，筹资活动现金流入量和流量净额分别为24.41亿元和21.65亿元，主要系公司成功发行公司债和取得长期借款所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流受项目建设工程款到账效率及资金往来影响大，收入实现质量差；公司依靠自身的收入水平不能满足基础设施建设需要，对外融资依赖较高，随着已开工基础设施建设的继续推进，公司仍将保持一定的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

2013~2015年，公司资产总额有所增长，年均复合增长率5.83%，主要系公司2015年货币资金、应收账款和其他应收款快速增长所致。截至2015年底，公司（合并）资产总额251.64亿元，其中流动资产占81.94%、非流动资产占18.06%，公司资产结构以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计206.20亿元，其中，存货占69.21%，应收账款占13.51%，其他应收款占9.72%。

2013~2015 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 3.15%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅下降主要系 2014 年工程投入金额增加，且当年融资额减少所致；截至 2015 年底，公司货币资金 12.88 亿元，同比大幅增长 394.60%，主要系公司取得借款大幅增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占 96.89%），此外还包含受限资金 4000.00 万元（其他货币资金），为银行保证金。

受公司每年末按项目进度确认收入，但项目尚未进行竣工决算，导致公司无法及时回款影响。2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 25.64%。截至 2015 年底，公司应收账款为 27.87 亿元，同比增长 13.17%。其中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占比 99.80%，主要为对永州市财政局应收土地出让金返还款和工程项目回款 26.38 亿元（占应收账款总额的 94.47%，账龄分布在 1~5 年），公司对此部分应收账款不计提坏账准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的 0.06 亿元（占比 0.20%），公司对该部分应收账款全额计提坏账准备。

2013~2015 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 59.74%。截至 2015 年底，公司预付款项 2.70 亿元，同比增长 126.73%，主要为预付的土地出让金及工程项目建设款。

2013~2015年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长44.56%。其中2014年底较2013年底大幅增长主要系新增应收永州市非税收入征收管理局2.50亿元、永州市财政局国企改革办公室1.40亿元、永州市国资委往来款0.62亿元所

致；截至2015年底，公司其他应收款为20.04亿元，同比增长28.28%，主要系新增与永州市财政局国企改革办公室的国企改革款2.59亿元、永州市财政局往来款0.69亿元，与永州市人民政府城建投资管理办公室往来款0.57亿元。从账龄看，1年以内的占58.31%；1~2年的占6.17%；2~3年的占5.62%；3年以上的占29.90%，公司共累计计提坏账准备0.41亿元。公司其他应收款前五大客户合计欠款占47.87%，集中度一般。

表7　公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
永州市财政局国企改革办公室	6.49	31.74	国企改革款
长丰工业园	0.95	4.67	往来款
永州市人民政府城建投资管理办公室	0.87	4.25	往来款
凤凰工业园	0.78	3.84	往来款
永州市财政局	0.69	3.37	股权款
合计	**9.78**	**47.87**	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司存货保持相对稳定，年均复合增长-0.15%。截至2015年底，公司存货为142.71亿元，同比略微下降0.26%；存货中土地资产占63.57%，林地及林木资产占36.42%，其余为少量工程施工成本。公司土地资产主要通过政府注资方式获得，均已按照相关规定办理手续并取得国土证，且多为住宅、商住用地。公司不存在存货成本高于可变现净值的情况，故未计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产合计45.44亿元，其中，固定资产占25.23%，在建工程占49.45%，其他非流动资产占22.77%。

2013~2015年，公司可供出售金融资产快速下降，年均复合下降28.75%。其中2014年底较2013年底减少1.04亿元主要系公司收回对永州市融资担保有限责任公司部分股权所致。截至2015年底，公司可供出售金融资产1.07亿元，较2014年底未发生变化，为持有永州市环保实业有限责任公司和永州市城通通信管网建设有限责任公司等企业股权。

受固定资产正常折旧影响，2013~2015年，公司固定资产持续下降，年均复合下降6.32%。截至2015年底，公司固定资产为11.46亿元，同比下降5.82%，主要为政府注入的房产。

随着公司基础设施工程项目持续投入，2013~2015年公司在建工程快速增长，年均复合增长22.41%。截至2015年底，公司在建工程22.47亿元，同比增长25.72%，具体工程项目包括永州大道、城南大道等。

2013~2015年，公司其他非流动资产保持相对稳定，年均复合下降2.81%。截至2015年底，公司其他非流动资产10.34亿元，较上年略微下降5.89%，主要是公司2011年前承接的已完工市政工程项目成本，待市政府支付项目建设资金后进行冲抵，并通过“投资收益”科目核算。

截至2016年3月底，公司资产总额279.57亿元，较上年底增长11.10%，主要来自货币资金和在建工程的增加。截至2016年3月底，公司流动资产占比略有下降；其中货币资金27.31亿元，使用受限资金4000.00万元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货占比高，且以土地资产为主，变现能力较低，流动性弱；应收账款、其他应收款及其他长期资产回款周期受政府决算和资金拨付效率影响较大，对资金周转带来一定影响；公司整体资产质量一般。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益略有下降，年均复合下降0.51%。截至2015年底，公司所有者权益合计168.92亿元，较2014年底下降0.51%。公司所有者权益主要以资本公积（占88.95%）、未分配利润（占5.73%）和实收资本（占4.46%）为主，资本公积占比较高，公司资本公积主要由国有土地和经营性房产投入构成，系永州市人民政府历次增资和注入资产所形成。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计169.07亿元，较2015年底小幅上升0.09%。其

中，资本公积、实收资本和未分配利润分别占88.87%、4.45%和5.81%。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性好。

负债

2013~2015 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 23.74%。截至 2015 年底，公司负债合计 82.72 亿元，其中流动负债占 27.61%，非流动负债占 72.39%。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均复合增长23.35%。其中2014年底较2013年底大幅增长主要系其他应付款中往来款大幅增长所致。截至2015年底，公司流动负债合计22.84亿元，公司流动负债主要包括应付账款（占14.92%，主要是应付施工方的工程款）、其他应付款（占52.42%，主要系与永州市非税收入征收管理局、永州市中心亿元等往来款、施工单位保证金以及与永州市财政局债务置换款）和一年内到期的流动负债（占27.35%，主要是一年内到期的长期借款）。非流动负债合计59.88亿元，为长期借款、应付债券和长期应付款，分别占39.60%、33.13%和27.27。截至2015年底，公司长期借款为23.71亿元，主要为银行和信托借款；同期，公司应付债券为19.84亿元，为公司2011年发行的10（5+5）年期、额度为10亿元的“11永州城投债”和2013年发行的7年期、额度为10亿元的“13永州城投债”，其中“13永州城投债”将于2016年10偿还20%债券本金（2.00亿元）；截至2015年底，公司长期应付款16.33亿元，主要为公司取得的国开发展基金、中国农发建设基金、兴业金融租赁、北京方正资产管理和申万宏源证券等金融机构的专项基金融资，已将上述融资计入长期债务。

从公司债务负担看，近三年公司全部债务逐年增加，截至2015年底，公司全部债务67.00亿元，同比上升55.07%。其中短期债务和长期债务分别占10.62%和89.38%，公司债务以长期债务为主。从债务指标看，2015年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2014年均有所上升，分别为32.87%、28.40%和26.17%，分别较2014年底增加6.92个百分点、8.11个百分点和7.89个百分点。总体看，公司债务规模快速上升，但政府注入资产规模较大，公司整体债务负担仍处于适宜水平。

截至2016年3月底，公司负债总额110.50亿元，同比增长33.59%，主要来自长期借款、应付债券和其他应付款大幅增长所致；2016年1月27日，公司成功发行5年期公司债15.00亿元。同期，公司有息债务合计90.29亿元，较2015年底增长34.77%。其中，长期债务84.24亿元，较2015年底增加24.36亿元，增长40.68%。截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续上升，分别为39.53%、34.81%和33.26%。

总体看，跟踪期内，随着基础设施建设规模扩大，公司债务规模增长快速，但债务负担处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年，公司流动比率波动下降，速动比率波动上涨，三年均值分别为956.80%和254.25%，2015年底分别为902.86%和277.98%；公司经营现金流动负债比分别为2.96%、-9.38%和-2.99%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别为864.87%和320.64%。考虑到公司流动资产以土地资产和应收款项为主，变现能力弱，公司实际短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2013~2015年，受公司债务规模快速增长影响，全部债务/EBITDA分别为8.05倍、10.22倍和25.30倍。考虑到公司项目建设资金的分期回流，以及永州市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年3月底，公司合并口径共获得银行授信额度144.87亿元，尚未使用额度26.66亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年3月底，公司合并口径对外担保

金额14.12亿元，担保比率8.35%，被担保单位为国有企业和政府单位，目前被担保方经营正常，公司或有负债风险较低。对外担保对象见下表。

表7 截至2016年3月底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保期限
永州市妇幼保健院	0.12	2013.3-2018.10
永州市非税收入征收管理局	3.00	2014.12-2016.12
永州市长丰汽车配套工业开发有限公司	1.00	2016.2-2017.2
湖南省保障性安居工程投资有限公司	10.00	2016.2-2024.2
合计	**14.12**	--

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G2043110300002700C），截至2016年8月18日，公司存在2笔逾期贷款（合计金额1亿元）纪录以及1笔关注类贷款，上述不良信贷数额均已于2009年结清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况以及永州市发展及财力水平的综合分析，并考虑到永州市政府在资产和资源注入、财政资金补贴、承建基础设施项目投资回报等方面对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、 对存续期债券额保障能力分析

1. 续存期债券偿还能力

公司于2011年12月发行10亿元“11永州债/11永州城投债”、2013年10月发行10亿元“13永城投/13永州城投债”。2015年公司经营活动现金流入量为6.42亿元，分别为“11永州债/11永州城投债”本金、“13永城投/13永州城投债”本金的0.64倍；公司EBITDA为2.65亿元，分别为“11永州债/11永州城投债”、“13永城投/13永州城投债”本金的0.27倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期内债券保障程度弱。考虑到永州市财力持续增长，政府支持有利于提高公司对存续期内债券的偿付能力。

“11永州债/11永州城投债”在债券存续期的第6年（2017年）至第10年（2021年）每年按照第5年末投资者行使回售选择权后尚未偿还本金数额20%的比例偿还本金，“13永城投/13永州城投债”在债券存续期的第3~7年每年按照本金的20%偿还。若“11永州债/11永州城投债”在存续期第5年末（即2016年12月5日到期）全额赎回，同时公司将于2016年10月23日支付“13永城投/13永州城投债”2亿元本金，则公司2016年需最高偿还12亿元本金，未来有一定偿付压力。若“11永州债/11永州城投债”在存续期内第5年末未行使回售选择权，则公司在2017~2020年每年将偿还4亿元，2015年公司经营活动现金流入量为待偿峰值的1.60倍。2015年EBITDA为待偿峰值的0.66倍，覆盖程度一般。

2. 偿债资金专户

“11永州债/11永州城投债”与“13永城投/13永州城投债”均设立专项偿债资金，专项偿债资金具体来源包括公司日常经营所产生的现金流和政府基建回款资金等。

公司已于2015年12月1日将偿债归集资金8400万元存入账户，并于2015年12月2日将8400万元划给中国证券登记结算有限责任公司上海分公司用于“11永州债/11永州城投债”利息兑付；公司于2015年10月20日对“13永城投/13永州城投债”进行第二次付息。联合资信将密切关注“11永州债/11永州城投债”与“13永城投/13永州城投债”未来偿债资金归集及还本付息情况。

3. 土地使用权所有权抵押担保

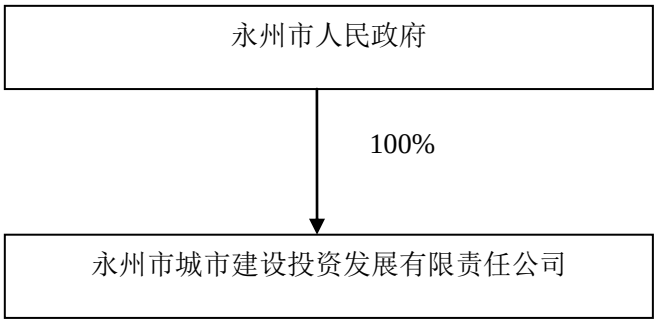
“11永州城投债”以36宗土地使用权为本期债券提供抵押担保。根据永州天元土地评估有限公司出具的评估报告（永天元[2016]009号），评估基准日为2016年7月5日，评估结果有

效期为一年，以上抵押资产总价值40.86亿元（单位地价估值2727.76元/平方米），为“11永州城投债”本金总额的4.09倍，评估价值保持稳定。但联合资信也注意到，鉴于房地产调控政策持续，公司抵押的土地资产未来变现价值存在一定不确定性。

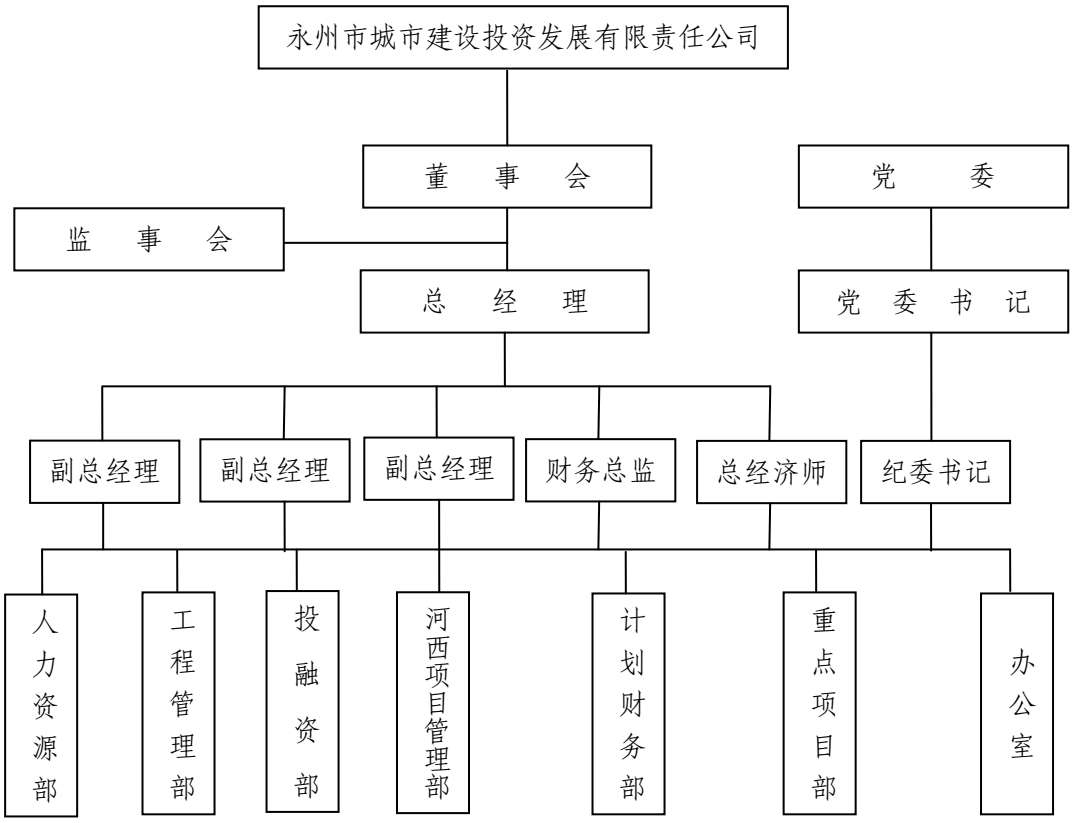
十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用AA等级，评级展望为稳定，并维持“11永州债/11永州城投债”AA^{+}、“13永城投/13永州城投债”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



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.11	2.60	12.48	26.91
资产总额(亿元)	224.68	229.29	251.64	279.57
所有者权益(亿元)	170.66	169.78	168.92	169.07
短期债务(亿元)	3.26	5.23	7.12	6.05
长期债务(亿元)	39.01	37.98	59.88	84.24
全部债务(亿元)	42.27	43.21	67.00	90.29
主营业务收入/营业收入(亿元)	7.31	7.23	7.95	0.00
利润总额(亿元)	3.61	2.16	2.24	0.15
EBITDA(亿元)	5.25	4.23	2.65	--
经营性净现金流(亿元)	0.44	-2.02	-0.68	-5.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.39	0.34	0.30	--
存货周转次数(次)	0.03	0.04	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	39.43	45.90	57.53	
主营业务利润率/营业利润率(%)	63.92	19.88	17.01	-3101.82
总资本收益率(%)	2.33	1.82	0.98	--
净资产收益率(%)	2.10	1.27	1.32	--
长期债务资本化比率(%)	18.61	18.28	26.17	33.26
全部债务资本化比率(%)	19.85	20.29	28.40	34.81
资产负债率(%)	24.04	25.95	32.87	39.53
流动比率(%)	1222.88	869.32	902.86	864.87
速动比率(%)	269.22	204.70	277.98	320.64
经营现金流动负债比(%)	2.96	-9.38	-2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.05	10.22	25.30	--

注：1.公司 2014 年起使用新会计准则，故 2013 年数据为 2014 年期初数;

2. 2016 年一季报财务数据未经审计;

3.货币资金已扣除受限资金。

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+少数股东损益）/（所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业务利润率	（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 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2007年3月29日发布的“银发〔2007〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2007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