跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1095 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持其“13弘湘治理债/13弘湘资”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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

衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司跟踪评级报告

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
13 弘湘治理债/13 弘湘资	16 亿元	2013/06/19-2020/06/19	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	9.14	4.98	10.99
资产总额(亿元)	105.60	117.17	137.18
所有者权益(亿元)	64.20	63.02	67.61
短期债务(亿元)	0.13	0.13	14.37
全部债务(亿元)	30.68	40.41	47.67
营业收入(亿元)	6.54	7.27	12.59
利润总额 (亿元)	2.00	2.50	1.93
EBITDA(亿元)	2.32	2.69	2.10
经营性净现金流(亿元)	-17.00	-9.25	-1.19
营业利润率 (%)	7.40	12.19	13.03
净资产收益率(%)	3.12	3.96	2.85
资产负债率(%)	39.20	46.22	50.72
全部债务资本化比率(%)	32.33	39.07	41.35
流动比率(%)	984.33	846.43	361.48
全部债务/EBITDA(倍)	13.20	15.05	22.75
经营现金流动负债比(%)	-166.08	-69.74	-3.34

分析师

兰 迪 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

衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（以下简称“弘湘公司”或“公司”）作为衡阳市政府指定的国有资产经营主体、湘江流域重金属污染治理主体，衡阳市政府给予公司持续稳定的支持。跟踪期内，衡阳市区域经济持续发展，财政收入水平稳步提升，对公司支持力度具有持续性；公司资产规模及营业收入规模有所扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）注意到公司整体盈利能力较弱、利润总额对政府补贴依赖程度大、公司资产流动性弱、整体资产质量一般对公司整体经营带来的不利影响。

未来随着衡阳市经济的发展及公司建设项目的逐年回购，公司收入规模将保持稳定，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 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 弘湘治理债/13 弘湘资”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，衡阳市区域经济持续发展，财政收入水平稳步提升，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是衡阳市政府指定的国有资产经营主体和湘江流域重金属污染治理主体，跟踪期内，政府在财政补贴及回购款拨付方面给予公司持续性支持。
3. 公司通过政府回购、设立专项偿债专户、提前分期偿还本金等方式，有助于保障“13 弘湘治理债/13 弘湘资”还本付息的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司整体盈利能力仍然较弱，

公司利润总额对政府补贴收入依赖程度大。

2. 公司流动资产中土地存货及预付账款占比很大，资产流动性弱，变现能力较低，公司整体资产质量一般。

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）与衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与衡阳弘湘国有投资（控股）集团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，未因衡阳弘湘国有投资（控股）集团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弘湘国有投资（控股）集团有限公司提供，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弘湘国有投资（控股）集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2005 年，根据衡阳市人民政府 2005 年第 15 次（12 届 57 次）常务会议纪要精神，由衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）全额出资成立衡阳弘湘国有资产经营有限责任公司，设立时的注册资本为人民币 1 亿元，由市国资委全额认缴。2011 年 8 月 15 日，根据公司股东会决议和修改后章程的规定，公司申请增加注册资本 1.5 亿元，由原股东市国资会以现金认缴，变更后的注册资本 2.5 亿元，实收资本 2.5 亿元，已经湖南天诚联合会计师事务所于 2011 年 8 月 11 日出具天诚验字[2011]第 2104 号验资报告验证。2014 年 11 月 20 日，公司更名为衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司。截至 2015 年底，公司注册资本为 2.50 亿元。

公司经营范围：国有控股、参股企业的国有股权投资经营与管理；对高新技术、先进制造业项目进行孵化和投资；对基础设施项目和其他开发项目进行投资经营与管理；参与市属国有企业的棚户区改造、开发及管理；对房地产业、资源型、基础型、政府公用型等优势产业进行投资经营与管理；对授权范围内所属企业和资产（含土地收储与开发）依法进行经营、管理和运作；物业管理；市政府交办的其他业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司合并范围拥有 9 家子公司，内部设立综合管理部、党群人事部、投资发展部、资产经营部、财务审计部、融资部、企业策划部、法务风控部、工程部和社会事务部共 10 个职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 137.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.61 亿元。2015 年公司实现营业收入 12.59 亿元、利润总额 1.93 亿元。

公司注册地址：衡阳市高新产业技术开发区华新大道（西二环）11 号；法定代表人：张力沛。

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，我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，显示我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，我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。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我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，我国固定资产投资（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，我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；我国消费与人均收入情况大致相同，我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，我国进出口总值 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。我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 年是我国“十三五”开局之年，我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. 行业概况

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

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于

银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

2015 年 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. 区域经济

衡阳是湘南政治经济文化中心，属于湖南省长、株、潭“3+5”城市群（“3”是指长沙、株洲和湘潭，“5”是指岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳）范围，是国家发改委继安徽皖江城市带、广西桂东、重庆沿江之后批复的第 4 个国家级承接产业转移示范区—湘南地区的重要组成部分，现为全国现代物流枢纽城市、中南地区区域性物流中心、华南北部区域性中心城市。现辖 5 县 2 市 5 区，总面积 1.53 万平方公里。

2015 年，衡阳市实现地区生产总值 2601.57 亿元，按可比价计算，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%。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。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。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，衡阳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%，其中社会保障和就业支出 76.20 亿元，增长 23.2%；医疗卫生与计划生育支出 50.73 亿元，增长 23.0%；交通运输支出 19.94 亿元，增长 29.8%。

2014~2015 年，衡阳市本级地方综合财力分别为 290.89 亿元和 316.89 亿元，增长主要是由一般预算收入和转移支付收入的大幅增加导致的；其中地方一般预算本级收入占比分别为 37.27%和 37.59%。2015 年，衡阳市实现一般预算本级收入 119.13 亿元，同比增长 9.88%，其中税收收入占 48.41%。

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，衡阳市本级政府全部债务余额 224.65 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），较上年基本持平。债务率为 70.89%，债务率较上年（76.98%）有小幅下降，衡阳市地方政府债务负担较重。

表 1　衡阳市 2014~2015 年本级地方可控财力构成情况（单位：万元）

科目	2014 年	2015 年
（一）地方一般预算本级收入	**1084205**	**1191315**
1. 税收收入	555128	576738
2. 非税收入	529077	614577
（二）转移支付和税收返还收入	**561278**	**717320**
3. 一般性转移支付收入	303151	364495
4. 专项转移支付收入	188070	283122
5. 税收返还收入	70057	69703
（三）国有土地使用权出让收入	**1232171**	**1236345**
6. 国有土地使用权出让金	1208171	1197032
7. 国有土地收益基金	21000	26570
8. 农业土地开发基金	3000	9667
9. 新增建设用地有偿使用费	0	3076
（四）预算外财政专户收入	**31292**	**23941**

地方综合财力	2908946	3168921

资料来源：衡阳市财政局

注：地方综合财力与衡阳市财政收入数据不一致，是由于统计口径不一样

表 2　2015 年衡阳市本级债务情况

地方债务（截至 2015 年底）	金额（万元）
（一）直接债务余额	**2187510.00**
1、外国政府贷款	--
2、国际金融组织贷款	21265.94
（1）世界银行贷款	69.85
（2）亚洲开发银行贷款	9002.16
（3）国际农业发展基金会贷款	--
（4）其他国际金融组织贷款	12193.93
3、国债转贷资金	--
4、农业综合开发借款	--
5、解决地方金融风险专项借款	--
6、国内金融机构借款	1052005.81
（1）政府直接借款	240322.81
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	811683.00
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	--
9、向单位、个人借款	70676.73
10、拖欠工资和工程款	--
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	--
2、政府担保的国际金融组织贷款	--
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	--
5、政府担保向单位、个人借款	--
6、其他	13893.23
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**2246522.62**
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

总体看，跟踪期内，衡阳市地方政府债务负担较重，但区域经济持续发展，财政收入水平稳步提升，为公司发展创造了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由市国资委出资组建，市国资委持有公司 100%股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

衡阳市现有 5 家基础设施建设主体，分别为衡阳市城市建设投资有限公司、衡阳市交通建设投资有限公司、衡阳市湘江水利投资开发有限公司、衡阳市水务投资集团有限公司、衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司，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点有所区别，公司是衡阳市唯一一家负责国企改制剥离和核销的资产管理主体。

3. 政府支持

政府回购

2012 年，衡阳市人民政府与公司签署的《湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购协议》，公司采取 BT 模式运营，由衡阳市政府分期回购。2015 年公司确认湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购款收入 5.84 亿元，截至 2015 年底，此项回购款已经全部到账。

公司 2014 年与衡阳市人民政府签订《衡阳市 107 国道拓宽工程项目回购协议》，回购期限为 7 年，从 2014 年至 2020 年，回购总价款为 8.75 亿元。2015 年公司确认 107 国道项目回购收入为 1.25 亿元，截至 2015 年底，此项回购款已经全部到账。

财政补贴

2015 年，根据衡阳市财政局《关于安排衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司 2015 年度财政补贴的通知》，给予公司 2015 年度财政补贴 0.79 亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理层和管理体制上没有重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责路桥施工、土地整理出让和经营、国企改制剥离和核销的资产管理等业务。2012 年，按照政府规划，公司承担湘江流域衡阳段土壤重金属污染治理任务。

跟踪期内，受处置改制企业资产收入增长及重金属污染治理项目回购影响，公司营业收入快速增长，2015 年为 12.59 亿元，同比增长 73.23%。

毛利率方面，2015 年，公司营业收入毛利率为 14.23%，较上年有小幅上升。2015 年受处置改制企业员工人数多的影响，处置改制企业资产收入毛利率有大幅下降。

表 3　2013~2014 年公司收入构成及毛利率情况　（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
处置改制企业资产收入	9195.68	12.65	36.04	21001.57	16.68	6.75
重金属污染治理项目回购	15195.20	20.91	20.37	58400.71	46.38	20.37
107 国道项目回购	12498.00	17.20	13.04	12497.99	9.93	11.34
公路桥梁施工	30602.20	42.11	3.36	25852.30	20.53	3.59
学校	3260.87	4.49	10.82	4320.45	3.43	8.74
衡阳衡拖农机制造有限公司	1594.99	2.19	13.61	2788.30	2.21	24.72
租赁	333.54	0.46	80.81	349.24	0.28	96.52
其他				696.41	0.55	93.88
合计	**72680.49**	**100.00**	**13.63**	**125906.97**	**100.00**	**14.23**

资料来源：公司审计报告

2. 主营业务

公路桥梁施工业务

公司路桥施工业务由下属子公司路桥公司作为经营主体。路桥公司成立于 1993 年 3 月，主营公路施工业务，拥有公路施工总承包一级资质。路桥公司采取市场化经营，业务主要集中在湖南省内，先后承接了省内多条干线公路、桥梁的项目施工，包括湖南省道 S210、S211、S214、S314、S317、S320 以及郴宁公路、衡桂衡南连接线、衡桂高速公路、衡炎高速公路、炎汝高速公路、张花高速公路以及京港澳高速公路潭耒段等。路桥公司项目业主大多为湖南省市交通局下属建设公司或湖南省高速管理局，路桥公司与业主按进度结算工程款。

路桥公司近五年来中标金额 35 亿元，累计已完成公路施工 600 余公里，特大型桥梁 19 座，大型桥梁 48 座，隧道 5 座。

表 4　路桥公司 2014~2015 年合同签署情况　（单位：万元、%）

项目	2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比
高速公路	36600	59.84	5913	11.82
其他	24562	40.16	44101	88.18
合计	**61162**	**100.00**	**50014**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司公路桥梁施工业务保持基本稳定，2015 年实现业务收入 2.59 亿元，较上年下降 15.52%。

处置改制企业资产

公司是衡阳市政府指定的国有企业改制的操作主体，公司国有资产经营收入主要来源于企业改制收入。此业务的经营模式是：根据衡阳市政府以及市国资委的安排，2011 年之前，公司采取“先处置、后安置”的改制模式，即将改制企业资产（包括土地、厂房、设备等）通过招、拍、挂程序处置转让，所得收益用于职工安置和支付改制成本；2011 年后，公司按照市政府“先安置、后处置”的改制思路，通过自行融资、财政拨付改制经费等途径获取资金先行垫付改制成本，包括安置拟改制企业员工，然后将改制企业资产过户到公司名下，公司将垫付的改制成本记入预付款，但由于改制尚未完成，过户到公司名下的改制资产无法进行评估入账，未能在公司账面上反映。

2015 年公司启动改制的企业有衡阳市农机物资贸易公司、衡阳市裕民电站、衡阳市天驰药业有限公司、衡阳市化工经销经营有限公司，共 4 家企业，截至 2015 年底已安置员工 67179 人，仍有 20 家企业尚未完全完成改制完成。

2015 年，公司确认处置改制企业资产收入为 2.10 亿元，同比大幅增长 128.39%，毛利率为 6.75%，有较大幅度下降，公司处置改制企业资产的成本主要是安置员工的成本，受每年安置企业员工人数不同的影响，成本也每年变动，2015 年公司处置改制企业收入毛利率下降幅度大主要是由于当年改制企业员工人数增多。

2015 年，公司处置改制企业资产实际收到 0.70 亿元，低于确认收入金额，主要是由于 2014 年预收处置改制企业资产收入 1.40 亿元。

重金属污染治理项目回购

湘江流域重金属污染严重。2011 年 3 月，国务院批准了《湘江流域重金属污染治理实施方案》，这是全国第一个由国务院批复的区域性重金属污染治理试点方案，计划投入资金 595 亿元，完成 927 个项目。2012 年 6 月，湖南省政府批准了《<湘江流域重金属污染治理实施方案>工作方案（2012~2015）》，按照企业和地方政府投入为主，中央适当支持，鼓励社会资金积极参与的原则，建立企业、社会、政府多元化投入机制，保障项目资金投入。

衡阳市政府按照“统一投资主体、统一资金管理、统一项目运作”的项目治理思路，授权公司作为湘江流域重金属污染衡阳段治理项目的唯一投资主体，全面负责项目实施管理工作，该项目总投资约 30.61 亿元。截至 2015 年底，项目总投资额已全部投完。2012 年，衡阳市人民政府与公司签署《湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购协议》，公司采取 BT 模式运营，由衡阳市政府对 11 个湘江流域重金属污染治理项目进行分期回购，回购总价款为 38.44 亿元。

表 5　湘江流域重金属污染治理项目回购安排

（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回购总价款 384367.70	15120.00	15120.00	58320.00	55296.00	52272.00
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
	49248.00	46224.00	37100.00	32400.00	23267.70

资料来源：《湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购协议》

2015 年公司确认湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购款收入 5.84 亿元，截至 2015 年底，此项回购款已经全部到账。

107 国道项目回购

107 国道拓宽工程项目地点位于衡阳市石鼓区，为石鼓区重要的经济干线交通要道，项目路线长度为 4.4 公里，工程期从 2014 年 4 月开始，截至 2015 年底，公司已完成全部投入。公司 2014 年与衡阳市人民政府签订《衡阳市 107 国道拓宽工程项目回购协议》，回购期限为 7 年，从 2014 年至 2020 年，回购总价款为 8.75 亿元。

表 6　107 国道回购款具体安排　（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回购总价款 87485.92	12497.99	12497.99	12497.99	12497.99
	2018 年	2019 年	2020 年	
	12497.99	12497.99	12497.99	

资料来源：《衡阳市 107 国道拓宽工程项目回购协议》

2015 年公司确认 107 国道项目回购收入为 1.25 亿元，截至 2015 年底，此项回购款已经全部到账。

学校业务

衡阳市船山英文学校注册资本 1.20 亿元，为民办学校，办学内容为高中教育、初中教育、小学教育、学前教育。2009 年 6 月 23 日，根据中国电信集团“中国电信[2009]566 号”文件，同意湖南省电信公司将持有衡阳市船山英文学校的 0.66 亿元（55%）股权无偿移交给公司。2014 年 4 月，公司以 1.59 亿元为对价，收购深圳市金天茂实业发展有限公司持有的衡阳市船山英文学校 45%的股权，收购完成后，公司持有衡阳市船山英文学校 100%的股权。2015 年，实现收入 0.43 亿元。

3. 经营效率

2015 年，公司总资产周转次数为 0.10 次；销售债权周转次数快速上升，为 8.53 次；存货周转次数有所上升，为 0.18 次。总体看，公司经营效率低，但符合行业特性。

八、募集资金使用情况

公司于 2013 年 6 月 19 日发行“13 弘湘治理债/13 弘湘资”企业债，期限为 7 年。通过发行“13 弘湘治理债/13 弘湘资”公司募集资金总额 16 亿元，用于衡阳市石鼓区合江套重金属污染治理工程、衡阳市石鼓区北干渠含重金属底泥清淤及安全处置工程、幸福河清淤及淤泥安全处置工程、幸福河流域重金属污染土壤治理工程、衡阳市珠晖区东干渠含重金属底泥清淤及安全处置工程、衡阳市原锰制品厂废渣综合治理工程、衡阳市原松梅冶炼厂铬渣污染综合治理工程、衡阳市原电镀工业用地重金属污染工业场地修复工程、衡阳市江霞污水处理工程、衡阳市铜桥港污水处理厂二期及配套管网工程和衡阳市松亭污水处理厂二期及配套管网工程的项目建设。项目总投资规模约 30 亿元，截至 2015 年底，募集资金已全部使用，目前公司已向项目建设单位拨付资金 28.90 亿元，11 个重污染治理项目已经全部完工。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2015 年，公司出资设立衡阳弘山投资有限公司，该公司注册资本 5000 万元，公司出资 3000 万元，占实收资本的 60%，并纳入合并范围。截至 2015 年底，公司合并范围子公司共有 9 家，公司合并范围变化对财务可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 137.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.61 亿元。2015 年公司实现营业收入 12.59 亿元、利润总额 1.93 亿元。

1. 盈利能力

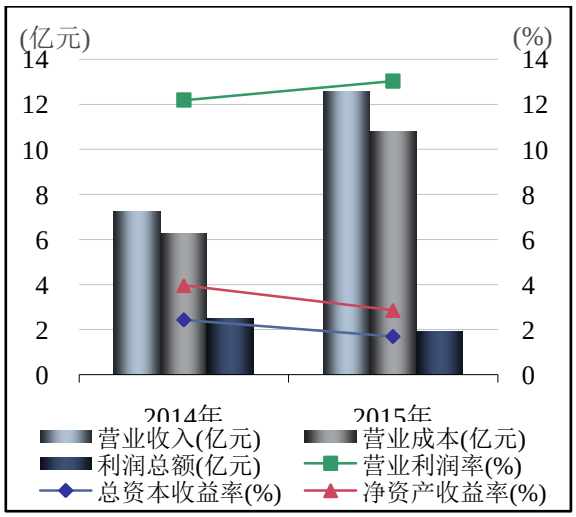
公司主要承担衡阳市国有企业改制产生的国有资产经营业务、路桥公司道路和桥梁施工业务、土地开发经营业务及湘江流动重金属污染治理等业务。跟踪期内，由于政府回购增加，公司营业收入大幅增长，2015 年为 12.59 亿元，同比增长 73.23%，根据与衡阳市政府签订的回购协议，工程结算款大幅增加；同期，公司营业成本为 10.80 亿元，同比增长 72.03%，2015 年公司营业利润率为 13.03%，较上年有小幅增长。

期间费用方面，公司 2015 年期间费用为 0.50 亿元，同比增长 57.74%，期间费用占营业收入比重为 4.01%，较上年有小幅下降，公

司期间费用控制能力较强。

2015 年公司实现营业利润 1.12 亿元，同比增长 131.68%。

图 1　2014~2015 年公司盈利情况分析



资料来源：公司审计报告

衡阳市政府每年给予公司财政补贴以支持企业改制，2015 年，根据衡阳市财政局《关于安排衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司 2015 年度财政补贴的通知》，给予公司 2015 年度财政补贴 0.79 亿元。2015 年，公司获得财政补贴较上年减少 1.58 亿元，公司实现利润总额 1.93 亿元，同比下降 22.75%，财政补贴对公司利润总额影响大。

2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.70%和 2.85%，较上年均有所下降，公司盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司业务规模持续扩大，营业收入快速增长，但公司整体盈利能力仍然较弱，利润总额对政府补贴收入依赖程度大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 10.72 亿元，主要为路桥工程施工、湘江流域衡阳段土壤重金属污染治理项目政府回购款及 107 国道项目回购收入；公司现金收入比为 85.18%，同比下降 15.74 个百分点，公司收入实现质量跟踪期内有所下降，主要是受处置改制企业资产业务收现质量下降影响，2014 年公司该业务预收金额为 1.40 亿元。同期，公司收到其他与经营活动有关现金同比上升 107.83%，2015 年增至 9.16 亿元，主要是收到的往来款和政府补贴款。现金流出方面，2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 16.89 亿元，同比增长 16.43%，主要是改制企业所支付的预付账款。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.19 亿元，经营活动所需资金缺口较上年大幅减小。

投资活动方面，2015 年，公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为 3500 元。公司构建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.26 亿元，较上年大幅增长，主要为公司购置土地使用权导致的；公司投资支付的 1.23 亿元。2015 年，公司投资产生的现金流出量为-3.49 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-4.68 亿元，公司筹资活动现金流入为 12.37 亿元，包括 5.20 亿元吸收投资收到的现金和 7.17 亿元取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.68 亿元；公司筹资活动净额为 10.69 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流缺口大幅减小，前期建设项目相继完工，陆续进入回购期，对未来公司现金回流有一定保障。

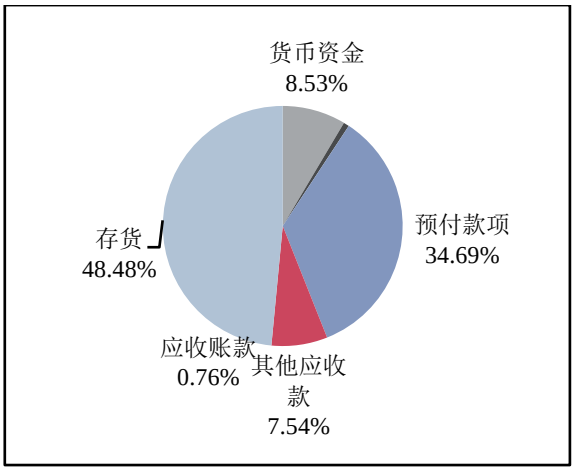
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 137.18 亿元，同比增长 17.08%，其中，非流动资产占 6.00%，流动资产占 94.00%，资产结构以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 128.96 亿元，同比增长 14.86%，主要系货币资金、预付款项和存货的增长。

图2　2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金10.99亿元，同比增长120.65%，主要为银行存款，无受限制的货币资金；公司应收账款为0.97亿元，同比下降50.80%，主要系衡阳市财政局支付了项目款项所致，其中采用账龄分析的应收账款占92.80%，应收账款合计计提坏账451.78万元，计提比例为5.00%，主要债务人为衡阳市财政局；公司预付账款44.74亿元，同比增长12.87%，主要为处置改制企业的员工安置费。从账龄上看，1年以内的占27.88%，1~2年的占35.46%，2~3年的占22.47，3年以上的占比14.19%，账龄结构较长，预付账款前五名企业占全部预付账款21.28%，预付款企业较为分散；公司存货为62.52亿元，同比增长8.92%，其中土地（弘湘公司）占比为99.34%，全部为商住出让用地。截至2015年底，公司用于抵押的土地账面价值为27.30亿元，取得的贷款总额为13.49亿元。

截至2015年底，公司非流动资产为8.22亿元，同比增长67.97%，增长主要是可供出售金融资产和无形资产的增加导致的。截至2015年底，公司可供出售金融资产为3.24亿元，增加的是对湖南省瓦松铁路建设投资有限责任公司和衡阳市湘水公用投资有限公司的投资；公司无形资产为2.93亿元，同比增长214.17%，全部是土地使用权（公司子公司所属的土地），增加的全部是公司购置的土地使用权，期末无用于抵押借款的无形资产。

总体看，跟踪期内，公司资产规模继续增大，流动资产占比依然很高，但主要为土地存货及预付账款，资产流动性弱、周转压力大、变现能力较弱，公司整体资产质量一般。

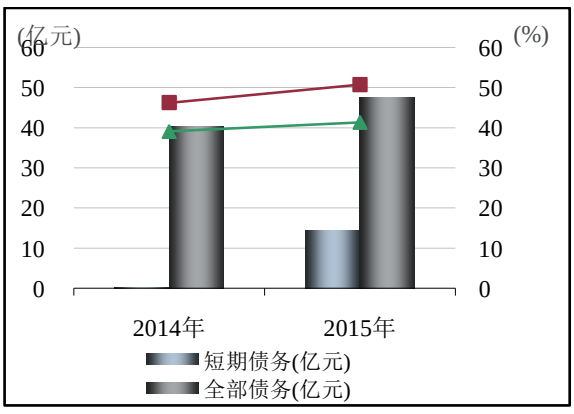
负债

截至2015年底，公司负债合计69.57亿元，同比增长28.47%，增长主要来自应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债快速的增加，其中流动负债占51.28%，非流动负债占48.72%。

截至2015年底，公司流动负债为35.67亿元，同比增长168.95%，主要包括应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债；截至2015年底，公司短期借款为1.63亿元，同比增加1.50亿元，增加的为保证借款；公司应付账款为7.19亿元，同比增长35.00%，增长主要为公司应付工程款和应付改制费；公司其他应付款为11.05亿元，同比增长108.88%，其中代付款为5.82亿元，借款为5.22亿元；公司新增一年内到期的非流动负债12.70亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中以土地为抵押取得的借款总额为13.70亿元，已归还1.80亿元。

截至2015年底，公司非流动负债为33.90亿元，同比下降17.10%；截至2015年底，公司长期借款为6.44亿元，同比下降52.19%，减少的主要为转入一年内到期的非流动负债。

图3　2014~2015年公司债务情况分析



资料来源：公司审计报告

从有息债务看，跟踪期内，公司全部债务规模有所增加，2015 年为 47.67 亿元，同比增加 7.26 亿元，其中长期债务为 33.31 亿元，债务结构以长期债务为主。从债务指标看，2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为50.72%、33.00%和 41.35%，资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务规模有所增长，但仍处于适宜水平。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 67.61 亿元（包含少数股东权益），同比增长 7.29%；截至2015年底，公司实收资本仍为2.50亿元；公司资本公积为 56.18 亿元，较上年有小幅增长，原因为 2015 年 12 月，衡阳市弘信投资有限责任公司（以下简称“弘信公司”）与湖南浦湘发展产业投资企业（有限合伙）签订增资协议，湖南浦湘发展产业投资企业（有限合伙）增资 5.00 亿元，持有弘信公司 98.04%的股份，增资完成后，公司持有弘信公司 1.96%的股份，根据弘信公司新的章程规定，弘信公司的实际控制人仍是公司，公司将该公司纳入合并财务报表范围。按照持股比例计算享有弘信公司的资本供给-其他资本公积增加 255.80 万元。

公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占归属于母公司权益的 4.03%、90.45%、2.15%和 3.37%，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率较上年大幅下降，分别为 361.48%和 186.22%，同比下降 484.95 和 227.46 个百分点，主要是流动负债的大幅增长导致的。跟踪期内，公司短期偿债能力大幅下降，且由于公司资产以大额土地资产存货及预付账款为主，变现能力弱，相应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-3.34%。综合看，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.10 亿元，同比减少 0.59 亿元。2015 年，公司全部债务/EBITDA 指标值为 22.75 倍，全部债务的增长使公司长期偿债能力有所减弱，但考虑到公司外部支持力度大，总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司的对外担保为 2014 年与中国民生银行衡阳分行签订的担保合同（公担保字第 DB1400000082283 号），为衡阳市湘江流域治理来雁新城建设投资有限公司的 1 亿元借款提供连带责任担保，担保比率为 1.48%，担保比率低，公司或有负债风险小。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度 20.69 亿元，已使用额度 14.29 亿元，尚未使用额度 6.40 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年 6 月 20 日，公司存续期内债券为额度 16 亿元、期限 7 年的公司债（“13 弘湘治理债/13 弘湘资”），该债券无担保。根据交通银行结算单（AB57337516、AB57337514），公司已按时偿还“13 弘湘治理债/13 弘湘资”2016 年应偿还本金 3.20 亿元。2015 年公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别 19.88 亿元、-1.19 亿元和 2.10 亿元，分别为“13 弘湘治理债/13 弘湘资”待偿还本金（12.80 亿元）的 1.55 倍、-0.09 倍和 0.16 倍，分别为“13 弘湘治理债/13 弘湘资”后五年每年偿还本金（3.20 亿元）的 6.21 倍、-0.37 倍和 0.66 倍，公司经营活动现金流入量对“13 弘湘治理债/13 弘湘资”分期偿还本金的覆盖能力较好，同时考虑到衡阳市政府为本期债券回购，公司设立专项偿债专户、提前分期偿还本金等方式，有助于保障存续债券还本付息的安全性。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告（机构信用代码：G10430408000067700P），截至 2016 年 6 月 17 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

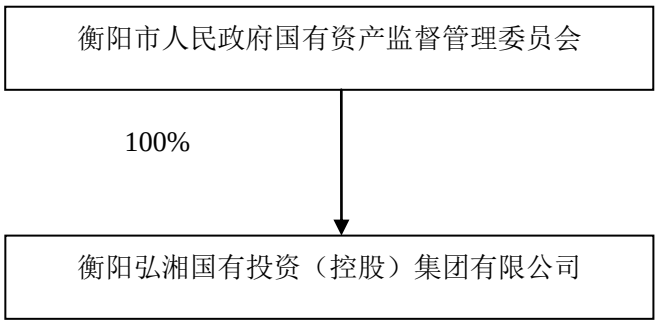
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及衡阳市区域及财力状况、衡阳市国资委和衡阳市政府给予公司在项目回购和资金补贴等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

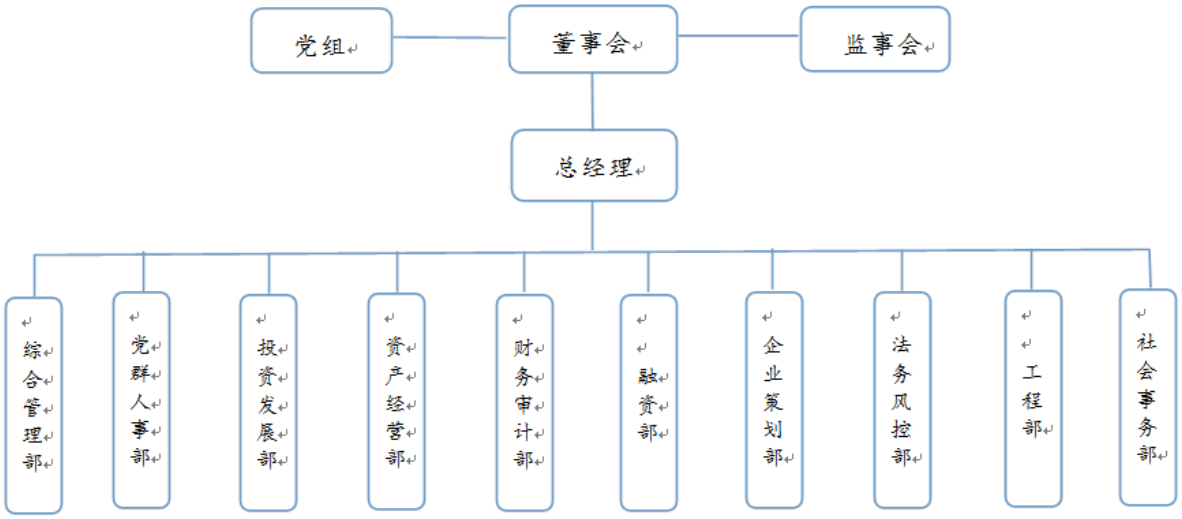
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 弘湘治理债/13 弘湘资”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
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.14	4.98	10.99
资产总额(亿元)	105.60	117.17	137.18
所有者权益(亿元)	64.20	63.02	67.61
短期债务(亿元)	0.13	0.13	14.37
长期债务(亿元)	30.55	40.28	33.31
全部债务(亿元)	30.68	40.41	47.67
营业收入 (亿元)	6.54	7.27	12.59
利润总额(亿元)	2.00	2.50	1.93
EBITDA(亿元)	2.32	2.69	2.10
经营性净现金流(亿元)	-17.00	-9.25	-1.19
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.30	3.24	8.53
存货周转次数(次)	0.10	0.11	0.18
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.10
现金收入比(%)	83.64	100.92	85.18
营业利润率 (%)	7.40	12.19	13.03
总资本收益率(%)	2.34	2.43	1.70
净资产收益率(%)	3.12	3.96	2.85
长期债务资本化比率(%)	32.24	38.99	33.00
全部债务资本化比率(%)	32.33	39.07	41.35
资产负债率(%)	39.20	46.22	50.72
流动比率(%)	984.33	846.43	361.48
速动比率(%)	425.93	413.68	186.22
经营现金流动负债比(%)	-166.08	-69.74	-3.34
全部债务/EBITDA(倍)	13.20	15.05	22.75

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

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成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。