跟踪评级公告

联合[2017] 1226 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“13弘湘治理债/PR弘湘资”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	9.60 亿元	2013/06/19	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	4.98	10.99	5.14
资产总额(亿元)	117.17	137.18	154.41
所有者权益(亿元)	63.02	67.61	68.13
短期债务(亿元)	0.13	14.37	5.40
长期债务(亿元)	40.28	33.31	49.60
全部债务(亿元)	40.41	47.67	55.00
营业收入(亿元)	7.27	12.59	9.59
利润总额 (亿元)	2.50	1.93	1.52
EBITDA(亿元)	2.69	2.10	1.75
经营性净现金流(亿元)	-9.25	-1.19	-7.32
营业利润率 (%)	12.19	13.03	10.35
净资产收益率(%)	3.96	2.85	2.22
资产负债率(%)	46.22	50.72	55.88
全部债务资本化比率(%)	39.07	41.35	44.67
流动比率(%)	846.43	361.48	423.62
经营现金流动负债比(%)	-69.74	-3.34	-20.83
全部债务/EBITDA(倍)	15.05	22.75	31.37

分析师

陈 茜 兰 迪 黄海伦

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

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”）是衡阳市政府指定的国有资产经营及湘江流域重金属污染治理主体。跟踪期内，衡阳市区域经济持续发展，衡阳市政府给予公司持续稳定的支持，公司资产及权益规模有所扩大。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、资产流动性弱及经营性净现金流持续为负等因素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衡阳市政府对公司的持续支持，公司业务及收入规模将保持稳定，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，衡阳市区域经济持续发展，一般预算收入规模稳步提升，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及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。

关注

1. 跟踪期内，公司营业收入规模有所下降，整体盈利能力较弱，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。
3. 公司经营性净现金流持续为负且跟踪

期内缺口快速扩大，公司面临一定对外融资需求。

声　明

一、本报告引用的资料主要由衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为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”）。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.50 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司 10 家。公司下设投资发展部、资产经营部、财务审计部、融资部等 10 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 154.41 亿元，所有者权益 68.13 亿元。2016 年公司实现营业收入 9.59 亿元、利润总额 1.52 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、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司存续期债券“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”募集资金 16.00 亿元，期限为 7 年，在存续期后五年每年偿还债券本金总额的 20%（3.20 亿元）。截至跟踪日，“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”尚需偿还本金 9.60 亿元（单年分期偿还本金 3.20 亿元），跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息及本金，既往还本付息情况良好。

目前，“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”募集资金已全部使用完毕，全部用于 11 个重污染治理项目，目前募投项目已经全部完工。

表1　联合资信所评公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	16.00	2013/06/19	7 年	9.60	按年付息，存续期后五年每年偿还债券本金总额的 20%
合计	**16.00**	--	--	**9.60**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，

市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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健康发展、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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综

【2016】11号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及地方财力情况

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。

衡阳市经济发展概况

2016 年，衡阳市实现地区生产总值 2853.02 亿元，按可比价计算，增长 7.9%。其中，第一产业实现增加值 430.61 亿元，增长 3.5%；第二产业实现增加值 1184.78 亿元，增长 6.4%；第三产业实现增加值 1237.62 亿元，增长 11.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值 39020 元，增长 8.0%。全市三次产业结构为 15.1∶41.5∶43.4。第三产业比重比上年提高 3.2 个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为 35.7%，比上年下降 3 个百分点；高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为 13.3%，比上年提高 0.9 个百分点；非公有制经济增加值 1787.01 亿元，增长 11.8%，占地区生产总值的比重为 62.6%。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.8%、36.4%和 56.8%，第三产业贡献率比上年提高 1.3 个百分点。其中，工业增加值对经济增长的贡献率为 31.8%。

衡阳市财政实力概况

2016 年，衡阳市全市一般公共预算收入 277.96 亿元，增长 6.0%。地方收入 204.67 亿元，增长 7.5%。其中，税收收入 87.91 亿元，下降 4.0%；非税收入 116.76 亿元，增长 18.3%。上划中央收入 56.95 亿元，增长 0.9%；上划省级收入 16.35 亿元，增长 6.2%。全市一般公共预算支出 541.36 亿元，增长 10.0%。其中，社会保障和就业支出 86.06 亿元，增长 14.2%；医疗卫生与计划生育支出 55.7 亿元，增长 9.8%；交

通运输支出 23.6 亿元，增长 3.6%。

2016 年，衡阳市本级地方综合财力为 309.40 亿元，同比下降 2.36%，主要系国有土地使用权出让收入的下降导致的；其中地方一般预算本级收入为 122.79 亿元，同比增长 3.07%，主要来自于非税收入的增长；国有土地使用权出让收入受土地市场行情的影响下降 13.64%至 106.77 亿元。

截至 2016 年底，衡阳市政府全部债务余额 221.82 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），较上年（224.65 亿元）有小幅下降。债务率为 71.69%，债务率较上年（70.89%）有小幅增长，衡阳市地方政府债务负担较重。

表 2　衡阳市 2015~2016 年本级地方综合财力构成情况（单位：万元）

科目	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算本级收入	**1191315**	**1227878**
1. 税收收入	576738	507903
2. 非税收入	614577	719975
（二）转移支付和税收返还收入	**717320**	**758768**
3. 一般性转移支付收入	364495	387062
4. 专项转移支付收入	283122	279015
5. 税收返还收入	69703	92691
（三）国有土地使用权出让收入	**1236345**	**1067709**
6. 国有土地使用权出让金	1197032	1039257
7. 国有土地收益基金	26570	23818
8. 农业土地开发基金	9667	4634
9. 新增建设用地有偿使用费	3076	0
（四）预算外财政专户收入	**23941**	**39667**
地方综合财力	**3168921**	**3094022**

资料来源：衡阳市财政局

表 3　2016 年衡阳市本级债务情况（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）直接债务余额	**2174722.76**
1、外国政府贷款	
2、国际金融组织贷款	19167.75
（1）世界银行贷款	6.51
（2）亚洲开发银行贷款	8473.59
（3）国际农业发展基金会贷款	
（4）其他国际金融组织贷款	10687.65
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	165289.54
（1）政府直接借款	28689.54
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	136600.00
7、债券融资	1977158.00
（1）中央代发地方政府债券	1836075.00
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	141083.00
8、粮食企业亏损挂账	
9、向单位、个人借款	
10、拖欠工资和工程款	12169.00
11、其他	938.47
（二）担保债务余额	**86887.23**
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	74388.00
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	12499.23
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**2218166.38**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**71.69%**

资料来源：衡阳市财政局

总体看，跟踪期内，衡阳市区域经济持续发展，一般预算收入规模稳步提升，为公司发展创造了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.50 亿元，股东及实际控制人均为衡阳市国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至 2016 年底，公司员工总数 39 人。按教育程度分类，本科及以上人员占比 72%，专科学历人员占比 18%，中专以下占比 10%；按专业构成分类，技术人员占比 45%，管理人员占比 55%。

跟踪期内，公司员工整体文化素质较高。

3. 政府支持

政府回购

2012 年，衡阳市人民政府与公司签署了《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。2016 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 5.53 亿元，截至 2016 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。2016 年公司确认 107 国道项目回购款 1.25 亿元，截至 2016 年底，此项回购款已经全部到账。

财政补贴

2015~2016 年，公司获得政府补助分别为 0.79 亿元和 0.83 亿元，已计入“营业外收入”科目。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043040800067700P），截至 2017 年 5 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司有 2 笔欠息记录，为华融湘江银行股份有限公司的系统显示错误所致，公司已按时偿还利息，无恶意欠息行为。总体看，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入构成未发生变化，以重金属污染治理项目回购收入、公路桥梁施工收入、107 国道项目回购收入和处置改制企业资产收入为主。

跟踪期内，受处置改制企业资产收入大幅下降的影响，公司营业收入有所下降，2016 年为 9.59 亿元，同比下降 23.81%；其中，处置改制企业资产收入为 978.86 万元，同比大幅下降 95.34%，主要系受当年土地市场行情一般影响，改制企业土地资产出让规模下降所致；同期，公司重金属污染治理项目回购和 107 国道项目回购收入均有小幅下降，主要原因系“营改增”后公司收入部分不含税；公路桥梁施工业务确认收入有所下降，主要系当年公司公路桥梁项目有所减少。

毛利率方面，2016 年，公司营业收入毛利率为 12.64%，较上年有所下降。2016 年受处置改制企业员工人数较少成本下降的影响，该业务毛利率快速上升；受“营改增”影响，确认收入和成本中均不含税，重金属污染治理项目回购和 107 国道项目回购业务毛利率有所下降；公路桥梁施工业务毛利率下降主要系当年建材成本增加所致。

表 4　2015~2016 年公司收入构成及毛利率情况　（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
处置改制企业资产收入	21001.57	16.68	6.75	978.86	1.02	21.93
重金属污染治理项目回购	58400.71	46.38	20.37	53685.43	55.97	17.44
107 国道项目回购	12497.99	9.93	11.34	12133.97	12.65	10.43
公路桥梁施工	25852.30	20.53	3.59	21690.89	22.61	0.87
学校	4320.45	3.43	8.74	4387.48	4.57	7.37
衡阳衡拖农机制造有限公司	2788.30	2.21	24.72	2264.58	2.36	5.00
租赁	349.24	0.28	96.52	505.50	0.53	76.25
其他	696.41	0.55	93.88	278.21	0.29	95.17
合计	**125906.97**	**100.00**	**14.23**	**95924.92**	**100.00**	**12.64**

资料来源：公司提供

2．经营分析

公路桥梁施工业务

公司路桥施工业务由下属子公司衡阳公路桥梁建设有限公司（以下简称“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 31.26 亿元，累计已完成公路施工 468 余公里，特大型桥梁 16 座，大型桥梁 57 座，隧道 21 座。

表 5　路桥公司 2015~2016 年合同签署情况　（单位：万元、%）

项目	2015 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比
高速公路	36600	59.84	15780	31.00
其他	24562	40.16	34700	69.00
合计	**61162**	**100.00**	**50480**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司公路桥梁施工业务有所下降，2016 年新签合同额较上年有所减少，当年实现业务收入 2.17 亿元，同比下降 16.10%。

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，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（不包括土地）过户到公司名下，公司将收到的财政拨付改制经费计入“专项应付款”科目，将垫付的改制成本计入预付款，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。对于改制企业的土地资产，公司通过公开招拍挂的形式取得土地计入“存货”，企业改制收入主要来源于企业资产的出售及土地资产的出让。

2016 年公司启动改制的企业有衡阳市电机厂、衡阳市第二橡胶厂、衡阳市第二织布厂、衡阳市农用石油综合贸易公司、衡阳市第五橡

胶厂，共 5 家企业，2016 年共安置员工 1740 人，尚有十几家企业尚未完全完成改制完成。

2016 年，受土地出让市场行情影响，公司改制企业资产（包括土地和房屋设备等）的处置情况一般，确认处置改制企业资产收入为 978.86 万元，同比大幅下降 95.34%，同期实际收到 978.86 万元。该业务 2016 年毛利率为 21.93%，有较大幅度提升，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，2016 年公司处置改制企业收入毛利率增长幅度大主要是由于当年改制企业员工人数有所减少。

重金属污染治理项目回购

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，目前项目已全部投完。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 6　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 384368	15120	15120	58320	55296	52272
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
	49248	46224	37100	32400	23268

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》

公司收到政府支付的回购款时暂计入“专项应付款”，待确认收入时再从专项应付款中转出。2016 年公司收到政府支付的当年的重金属污染治理项目回购款 5.53 亿元，确认收入 5.37 亿元，应交税金销项税额 0.16 亿元。

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，目前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 7　107 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》

公司收到政府支付的回购款时暂计入“专项应付款”，待确认收入时再从专项应付款中转出。2016 年公司收到政府支付的 107 国道项目回购款 1.25 亿元，确认 107 国道项目回购收入 1.21 亿元，应交税金销项税额 0.04 亿元。

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，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。2016 年，实现收入 0.44 亿元，毛利率为 7.37%。

3. 未来发展

目前公司收入的主要构成是重金属污染治理项目和 107 国道项目的回购收入，上述两个项目分别于 2022 年和 2020 年回购结束，收入不具有可持续性。

公司处置改制企业资产业务目前已进入尾声，改制企业取得的土地资产目前大部分未进行开发。截至 2016 年底，公司土地资产账面价值 81.04 亿元，未来公司将主要对土地资产进

行开发，目前尚未有具体规划。

九、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2016 年，衡阳市二轻集体工业联合社将持有衡阳市翼鸿资产经营有限责任公司（以下简称“翼鸿资产”）50.00%股权转入给本公司，公司合计持有衡阳市翼鸿资产 100%的股权，翼鸿资产注册资本为人民币 1000 万元，公司出资 1000 万元，公司将翼鸿资产纳入合并财务报表范围。截至 2016 年底，公司合并范围子公司共有 10 家，公司合并范围变化对财务可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 154.41 亿元，所有者权益 68.13 亿元。2016 年公司实现营业收入 9.59 亿元、利润总额 1.52 亿元。

1．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 154.41 亿元，同比增长 12.56%，其中，非流动资产占 3.60%，流动资产占 96.40%，流动资产比重进一步上升。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 148.85 亿元，同比增长 15.42%，主要系预付款项和存货的增长所致。

截至 2016 年底，公司货币资金 5.13 亿元，同比下降 53.30%，主要为银行存款，受限货币资金为 0.48 亿元，为银行承兑汇票保证金；公司应收账款为 1.07 亿元，同比增长 10.41%，主要为应收公路桥梁的工程款。其中采用账龄分析法的应收账款占 99.12%，应收账款合计计提坏账 560.51 万元，计提比例为 5.00%。

截至 2016 年底，公司预付账款 49.78 亿元，同比增长 11.26%，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 24.97%，1~2 年的占 27.18%，2~3 年的占 22.53%，3 年以上的占比 25.32%，预付账款前五名企业占全部预付账款 20.71%。

截至 2016 年底，公司存货为 81.74 亿元，同比增长 30.73%，增加的主要为公司新摘牌的土地。存货中土地占比为 99.14%，全部为商住出让用地。其中用于抵押的土地面积为 3286.27 亩，取得的贷款金额为 23.44 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 5.56 亿元，同比下降 32.39%。其中，公司可供出售金融资产为 2.70 亿元，同比下降 16.61%；公司无形资产为 1.55 亿元，同比下降 47.16%，全部是土地使用权（公司子公司所拥有的土地），下降主要系部分调至“存货”所致，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，流动资产占比很高，但主要为存货及预付账款，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。

2．所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 68.13 亿元，同比小幅增长 0.76%；截至 2016 年底，公司实收资本和资本公积较上年没有变化，增加的主要是盈余公积和未分配利润。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 3.92%、88.20%、2.39%和 5.49%。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 86.28 亿元，同比增长 24.02%，增长主要来自长期借款和应付债券的增加，其中流动负债占 40.72%，非流动负债占 59.28%，公司负债结构转变为以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 35.14

亿元，同比小幅下降 1.51%，其中，公司短期借款为 4.16 亿元，同比增长 155.39%，增加的为信用借款和质押借款；公司应付账款为 3.50 亿元，同比下降 51.35%，减少的主要为公司应付工程款和应付改制费；公司预收款项为 9.69 亿元，同比增长 358.35%，主要为未结算的预收回购款；公司其他应付款为 15.46 亿元，同比增长 39.97%，主要为往来款 13.46 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 51.15 亿元，同比增长 50.88%。截至 2016 年底，公司长期借款为 14.89 亿元，同比增长 131.21%，全部为抵押借款；公司应付债券为 34.71 亿元，同比增长 29.18%，主要系当年公司发行的非公开债务融资工具；公司专项应付款为 1.25 亿元，同比增长 111.35%，主要为企业改制专项资金和财政补贴款。

从有息债务看，跟踪期内，考虑到国家开发银行 0.30 亿元长期应付款，公司调整后全部债务规模有所增加，2016 年为 55.30 亿元，同比增长 15.99%，其中调整后长期债务为 49.90 亿元，债务结构以长期债务为主。从债务指标看，2016 年底，公司资产负债率、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较上年均有所增长，分别为 55.88%、42.28%和 44.80%。

总体看，跟踪期内，由于公司扩大对外融资规模导致债务负担有所加重，债务规模有所扩大。

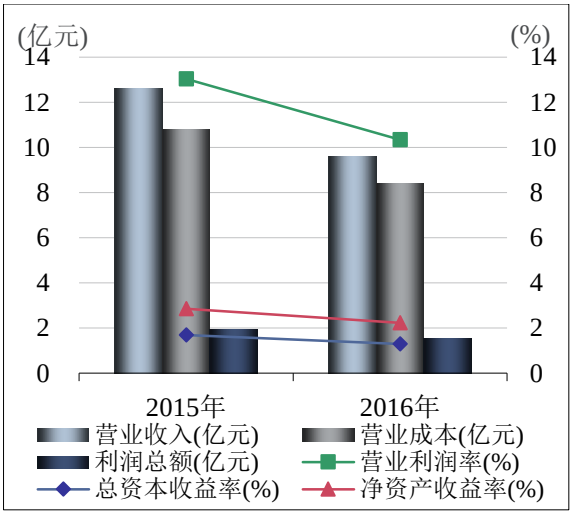
3．盈利能力

跟踪期内，受处置改制企业资产收入大幅下降的影响，公司营业收入有所下降，2016 年为 9.59 亿元，同比下降 23.81%；同期，公司营业成本为 8.38 亿元，同比下降 22.39%，2016 年公司营业利润率为 10.35%，较上年有所下降。

期间费用方面，公司 2016 年期间费用为 0.62 亿元，同比增长 22.23%，期间费用占营业收入比重为 6.43%，较上年有所上升，跟踪期内，公司期间费用控制能力有所下降。

2016 年公司实现营业利润 0.69 亿元，同比下降 38.55%。

图 1　2015~2016 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，2016 年给予公司财政补贴 0.83 亿元，公司实现利润总额 1.52 亿元，同比下降 21.42%，财政补贴对公司利润总额影响大。

2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.30%和 2.22%，较上年均有所下降，公司盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，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。

4．现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 17.27 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 180.88%，同比快速增长，公司收入实现质量跟踪期内有大幅提高，主要原因系预收未结算的项目回购款所致。同期，公司收到其他与经营活动有关现金同比增长 16.83%，2016 年增至 10.70 亿元，主要是收到的往来款和政府补贴款。现金流出方面，2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为

31.93 亿元，同比大幅增长 89.10%，主要是新摘牌土地支付的土地款以及改制企业所支付的预付账款。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为-7.32 亿元，经营活动现金流量净额持续为负且规模快速扩大。

投资活动方面，2016 年，公司处置子公司及其他单位收到的现金净额为 1.25 亿元。公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 0.06 亿元，同期，公司投资产生的现金流量净额为 1.30 亿元。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-6.02 亿元，公司筹资活动现金流入为 25.91 亿元，包括 13.97 亿元取得借款收到的现金和 10.98 亿元发行债券收到的现金（发行 2 期非公开定向债务融资工具共计 11.00 亿元）；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金 17.69 亿元；公司筹资活动净额为 0.16 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量大幅提高，但经营活动现金流缺口仍然扩大，经营活动现金流量净额持续为负，公司需要通过外部融资渠道来补充运营资金。

5．偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年底公司流动比率和速动比率较上年均有所增长，分别为 423.62%和 190.99%。同期，公司经营现金流动负债比为-20.83%，跟踪期内，公司经营性活动现金流量净额对流动负债没有保障能力，且由于公司资产以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，综合看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 1.75 亿元，同比减少 0.34 亿元。2016 年，公司全部债务/EBITDA 指标值为 31.37 倍，全部债务的增长使公司长期偿债能力有所减弱，总体看公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

截至 2016 年底，公司共获得银行授信额度 41.84 亿元，已使用额度 20.14 亿元，尚未使用额度 21.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。

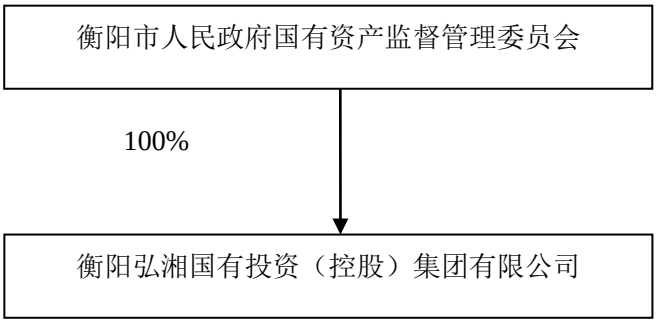
十、存续期内债券偿还能力

公司存续债券“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”债券余额为 9.60 亿元，2016 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别 27.97 亿元和 1.75 亿元，分别为“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”待偿还本金（9.6 亿元）的 2.91 倍和 0.18 倍，分别为“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”分期偿还本金（3.20 亿元）的 8.74 倍和 0.55 倍，公司经营活动现金流入量对“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”尚需偿还本金额度和分期偿还本金的覆盖能力较强，同时考虑到公司设立专项偿债专户，有助于保障存续债券还本付息的安全性。

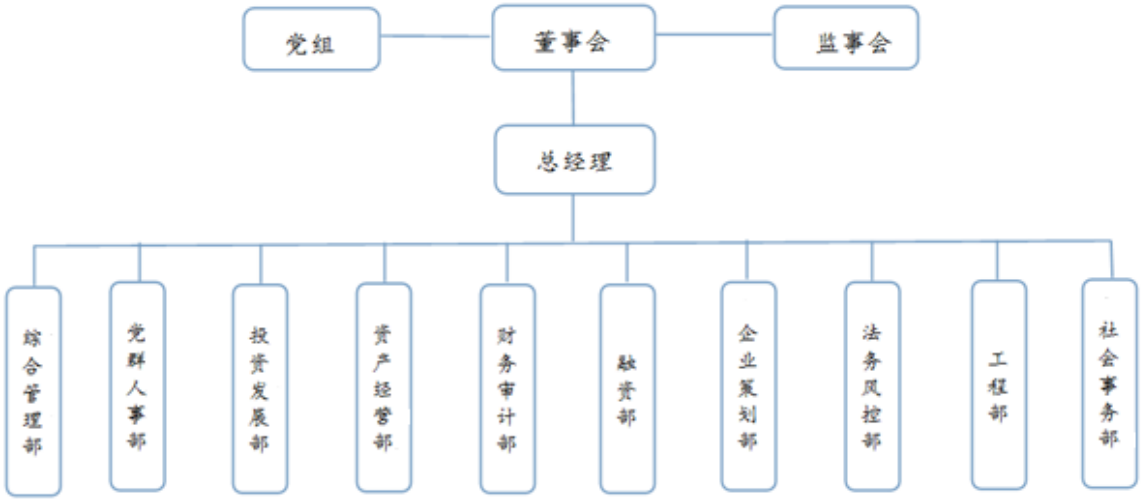
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.98	10.99	5.14
资产总额(亿元)	117.17	137.18	154.41
所有者权益(亿元)	63.02	67.61	68.13
短期债务(亿元)	0.13	14.37	5.40
长期债务(亿元)	40.28	33.31	49.60
全部债务(亿元)	40.41	47.67	55.00
营业收入 (亿元)	7.27	12.59	9.59
利润总额(亿元)	2.50	1.93	1.52
EBITDA(亿元)	2.69	2.10	1.75
经营性净现金流(亿元)	-9.25	-1.19	-7.32
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.24	8.53	9.35
存货周转次数(次)	0.11	0.18	0.12
总资产周转次数(次)	0.07	0.10	0.07
现金收入比(%)	100.92	85.18	180.08
营业利润率 (%)	12.19	13.03	10.35
总资本收益率(%)	2.43	1.70	1.30
净资产收益率(%)	3.96	2.85	2.22
长期债务资本化比率(%)	38.99	33.00	42.13
全部债务资本化比率(%)	39.07	41.35	44.67
资产负债率(%)	46.22	50.72	55.88
流动比率(%)	846.43	361.48	423.62
速动比率(%)	413.68	186.22	190.99
经营现金流动负债比(%)	-69.74	-3.34	-20.83
全部债务/EBITDA(倍)	15.05	22.75	31.37

附件 3　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-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	
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

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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。