信用等级公告

联合[2018] 1295 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，并维持“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	6.40 亿元	2020/6/19	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	10.99	5.14	9.04
资产总额(亿元)	137.18	154.41	168.45
所有者权益(亿元)	67.61	68.13	75.47
短期债务(亿元)	14.37	5.40	4.69
长期债务(亿元)	33.31	49.60	52.00
全部债务(亿元)	47.67	55.00	56.69
营业收入(亿元)	12.59	9.59	11.46
利润总额 (亿元)	1.93	1.52	1.77
EBITDA(亿元)	2.10	1.75	2.03
经营性净现金流(亿元)	-1.19	-7.32	-4.63
营业利润率 (%)	13.03	10.35	11.79
净资产收益率(%)	2.85	2.22	2.35
资产负债率(%)	50.72	55.88	55.20
全部债务资本化比率(%)	41.35	44.67	42.90
流动比率(%)	361.48	423.62	394.93
经营现金流动负债比(%)	-3.34	-20.83	-11.69
全部债务/EBITDA(倍)	22.75	31.37	27.97

分析师

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，公司业务正常开展，收入规模有所扩大，同时获得股东在资产及资金划入等方面的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到公司整体盈利能力较弱、资产流动性弱及主要项目回购期结束后公司收入不确定性大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公司业务的持续开展，公司有望保持稳健经营。

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，并维持“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司收入规模及盈利能力均有所提升。
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，在资产及资金划入等方面获得股东持续支持。

关注

1. 公司流动资产中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，且公司存在未入账的改制企业资产。
2. 待重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司未来收入不确定性大。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入仍无法覆盖经营和投资活动支出，外部融资

规模大幅提升。且公司未来债券待偿本金峰值较高，公司面临一定偿债压力。

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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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 2017 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 2017 年底，公司纳入合并范围子公司 11 家；公司内设投资发展部、资产经营部、财务审计部、融资部等 10 个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 168.45 亿元，所有者权益 75.47 亿元；2017 年公司实现营业收入 11.46 亿元、利润总额 1.77 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”尚需偿还本金 6.40 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	债券余额	起息日	期限
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	16.00	6.40	2013/06/19	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是衡阳市政府指定的国有资产经营以及湘江流域重金属污染治理主体，衡阳市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，衡阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《衡阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，衡阳市实现地区生产总值 3132.48 亿元，按可比价计算，增长 8.5%。其中，第一产业实现增加值 441.38 亿元，增长 3.5%；第二产业实现增加值 1211.13 亿元，增长 6.2%；第三产业实现增加值 1479.97 亿元，增长 12.5%。全市三次产业结构为 14.1∶38.7∶47.2，第三产业比重比上年提高 3.9 个百分点，产业结构不断优化；工业增加值占地区生产总值的比重为 32.7%，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 14.0%，比上年提高 0.7 个百分点。

2017 年，全市规模工业增加值累计增长 6.8%，完成固定资产投资（不含农户）2615.85 亿元，增长 14.6%。全市工业固定资产投资 934.80 亿元，增长 14.9%，占固定资产投资的比重为 35.7%。2017 年衡阳市固定资产投资增长较快，为经济发展提供了保障。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为衡阳市国资委。

2. 外部支持

2017 年，衡阳市财政收入有所下降，主要系非税收入占比较大且当年快速下降所致，财政收入稳定性一般；跟踪期内，公司持续获得股东在资产及资金等方面的支持。

2017 年，衡阳市一般公共预算收入 252.01 亿元，下降 9.3%；地方收入 162.41 亿元，下降 19.2%。其中，税收收入 90.74 亿元，增长 7.8%；非税收入 71.67 亿元，下降 38.6%，非税收入占比 44.13%，财政收入稳定性一般。全市一般公

共预算支出 527.93 亿元，下降 2.1%，财政自给率较低。

2017 年，全市实现政府性基金收入 202.78 亿元，收入规模较大，受当地土地市场行情影响较大。

2017 年底，衡阳市全口径债务余额 1690.17 亿元。其中：政府性债务 510.21 亿元（政府债务 450.91 亿元、或有债务 59.3 亿元）、平台公司等其他单位债务 1179.96 亿元。

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。公司作为衡阳市政府指定的国有资产经营以及湘江流域重金属污染治理主体，其业务重要性突出。

2017 年，衡阳市国资委将已完成改制的共计 16 家 25 处企业资产无偿划转至子公司衡阳市翼鸿资产经营有限责任公司，增加公司资本公积 1.29 亿元。同时，衡阳市国资委向公司拨付资本性投入资金，共计 3.58 亿元。当年，公司获得政府补助 0.97 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司存在 2 笔欠息记录系银行错误导致，过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

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 2018 年 5 月 4 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。

截至跟踪日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、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。

七、经营分析

1. 业务概况

跟踪期内，公司负责的国有企业改制工作以及公路桥梁施工业务正常进行，主营业务收入有所增长，其中处置改制企业资产收入占比提升较快。

2017 年，公司实现主营业务收入 11.41 亿元，同比增长 18.96%。其中重金属污染治理项目和公路桥梁施工业务收入占比分别为 47.02%和 20.54%，仍为公司收入的主要来源。2017 年，公司处置改制企业实现收入 1.88 亿元，同比大幅增加 1.78 亿元。毛利率方面，2017 年，公司主营业务毛利率 13.59%，较上年基本保持稳定。

表 3　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况　（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 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	978.86	1.02	21.93	18757.49	16.44	21.36
重金属污染治理项目回购	53685.43	55.97	17.44	53662.14	47.02	17.44
107 国道项目回购	12133.97	12.65	10.43	12133.97	10.63	10.43
公路桥梁施工	21690.89	22.61	0.87	23444.11	20.54	0.36
学校	4387.48	4.57	7.37	3802.09	3.33	5.74
衡阳衡拖农机制造有限公司	2264.58	2.36	5.00	1390.27	1.22	5.74

租赁	505.50	0.53	76.25	738.07	0.65	81.07
其他	278.21	0.29	95.17	188.58	0.17	-9.45
合计	**95924.92**	**100.00**	**12.64**	**114116.72**	**100.00**	**13.59**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）公路桥梁

跟踪期内，公司公路桥梁施工业务回款情况良好，新签合同额快速增长，未来工程体量较大，收入规模有望保持稳定增长。

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。路桥公司采取市场化经营，拥有公路施工总承包一级资质，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。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，路桥公司与项目业主按进度结算工程款。

路桥公司近五年来中标金额 29.35 亿元，累计已完成公路施工 700 余公里、特大型桥梁 20 座。2017 年，公司实现公路桥梁施工收入 2.34 亿元，同比增长 7.83%，工程款基本于当年收回。

表 4　路桥公司 2016~2017 年合同签署情况

（单位：万元、%）

项目	2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比
高速公路	15780	31.00	33978	42.12
其他	34700	69.00	46684	57.88
合计	**50480**	**100.00**	**80662**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司公路桥梁施工业务 2017 年新签合同额快速增长。截至 2017 年底，公司在手尚未完工项目合同额合计 8.65 亿元，公司项目储备充足，为收入的实现形成支撑。

（2）国有企业改制

跟踪期内，公司企业改制工作正常开展，实现收入规模大幅增长，目前改制工作已处于尾期；改制企业取得的土地资产目前大部分未进行开发。

公司是衡阳市政府指定的国有企业改制的操作主体，此业务的经营模式为“先安置、后处置”，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。

2017 年公司启动改制的企业有湖南工程机械成套联营公司和衡阳市湘南服装厂。截至 2017 年底已完成改制企业 126 家，累计安置员工 6.7 万人，尚有十几家企业尚未完全完成改制。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 2017 年底，公司土地资产账面价值 85.58 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。

2017 年，公司确认处置改制企业资产收入大幅增长至 1.88 亿元，主要系出售改制企业资产大幅增长所致。该业务当年毛利率 21.36%，较上年基本保持稳定，公司处置改制企业资产的成本主要是安置员工的成本。

（3）重金属污染治理

目前，公司没有在建重金属污染治理项目，跟踪期内按照政府回购协议确认收入。该项目回购将于 2022 年结束，收入不具有持续性。

衡阳市政府授权公司作为湘江流域重金属污染衡阳段治理项目的投资主体，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。跟踪期内，公司未有新增该类型项目。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 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》

公司将项目成本计入“其他应收款”，将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，超出收入部分转入“预收账款”，同时将成本从其他应收款中结转。政府每年实际支付回购款金额不固定，整体来看，回购款支付情况良好。

（4）107 国道项目回购

目前，107 国道项目已完工，跟踪期内公司按照政府回购协议确认收入。该项目回购将于 2020 年结束，收入不具有持续性。

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 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》

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。政府每年实际支付回购款金额不固定，整体来看，回购款支付情况良好。

（5）学校业务

跟踪期内，公司学校业务正常开展，收入规模较小，对公司主营业务收入贡献较小。

子公司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。2017 年，实现收入 0.38 亿元，毛利率为 5.74%。

3. 未来发展

公司目前业务以路桥施工、国企改制及部分政府项目为主，待重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司不再产生上述两项收入，未来收入可能会受到一定影响。

除公路桥梁施工及国企改制业务外，公司还在在重金属污染治理项目周边承建了幸福河改造及幸福河湿地公园项目，该项目采用政府回购模式，总投资 8.80 亿元，截至 2017 年底已投资 4.43 亿元。

作为公司目前收入的主要来源，重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司收入规模可能发生大幅下降。未来公司收入将以处置改制企业收入为主，由于目前过户到公司名下的改制资产无法进行评估入账，未来收入规模无法预计。除此之外，公司计划对改制企业的土地资产进行开发，目前尚未正式实施，总体来看，重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司未来收入规模不确定性大。

八、财务分析

公司提供了 2017 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。

2017 年，公司出资设立衡阳弘湘物业管理有限公司，注册资本 100 万元，目前尚未开展实际业务。2017 年底，公司合并范围子公司共计 11 家，跟踪期内合并范围变动对公司影响小，财务报表可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，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，公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 168.45 亿元，同比增长 9.10%，主要系货币资金、可供出售金融资产和固定资产增长所致。公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.13	3.32	9.04	5.37
预付款项	49.78	32.24	50.22	29.81
其他应收款	10.97	7.10	9.57	5.68
存货	81.74	52.94	86.30	51.23
流动资产	**148.85**	**96.40**	**156.33**	**92.80**
可供出售金融资产	2.70	1.75	8.08	4.80
固定资产	1.30	0.84	2.52	1.50
非流动资产	**5.56**	**3.60**	**12.12**	**7.20**
资产总额	**154.41**	**100.00**	**168.45**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 156.33 亿元，同比增长 5.03%。其中，应收账款 1.20 亿元，同比增长 12.07%，主要为应收公路桥梁的工程款。本期公司计提坏账准备比例为 5%；预付款项 50.22 亿元，同比小幅增长 0.90%，预付款项主要为处置改制企业的员工安置费；其他应收款 9.57 亿元，同比下降 12.82%，主要为保证金和往来款；存货 86.30 亿元，同比增长 5.58%，其中土地资产 85.58 亿元，同比增长 5.60%，增加的主要为当年公司摘牌的改制企业的土地。整体来看，公司流动资产中预付款项和存货占比大，对资金形成一定占用。

2017 年底，公司非流动资产 12.12 亿元，同比大幅增长 117.94%。其中，可供出售金融资产 8.08 亿元，同比大幅增长 199.14%，主要系公司新增 5.00 亿元对湖南华菱钢铁集团有限责任公司的权益投资所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司获得股东资产和资金注入，所有者权益规模持续增长，结构基本保持稳定；公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理，目前债务负担一般。

2017 年底，公司所有者权益 75.47 亿元，同比增长 10.78%。其中资本公积 61.05 亿元，同比增长 8.67%，增加的主要系股东注入资产和资金所致。公司所有者结构较上年基本保持稳定。

2017 年底，公司负债合计 92.98 亿元，同比增长 7.77%，以非流动负债为主。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	9.69	6.28	2.43	1.44
其他应付款	15.46	10.01	28.19	16.73
流动负债	**35.14**	**22.76**	**39.59**	**23.50**
长期借款	14.89	9.64	24.45	14.51
应付债券	34.71	22.48	27.55	16.36
非流动负债	**51.15**	**33.13**	**53.40**	**31.70**
负债总额	**86.28**	**55.88**	**92.98**	**55.20**
实收资本	2.50	1.62	2.50	1.48
资本公积	56.18	36.38	61.05	36.24
未分配利润	3.50	2.27	5.13	3.05
所有者权益合计	**68.13**	**44.12**	**75.47**	**44.80**
负债和所有者权益合计	**154.41**	**100.00**	**168.45**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 39.59 亿元，同比增长 12.66%，主要系其他应收款增长所致。其中，预收款项 2.43 亿元，同比下降 74.95%，

预收款项主要为未结算的预收回购款和预收工程款，下降主要系当年政府拨付的回购款大幅减少所致；其他应付款 28.19 亿元，同比大幅增长 82.33%，增长主要系与衡阳市财政局之间未结算的项目代付款增长所致；一年内到期的非流动负债 4.16 亿元，同比增加 2.96 亿元，全部为一年内到期的长期借款。2017 年底，公司非流动负债 53.40 亿元，同比增长 4.41%，结构较上年变化较小。

有息债务来看，2017 年公司全部债务规模为 56.69 亿元，同比增长 3.08%。其中长期债务占比 91.73%，公司债务结构以长期债务为主。从债务指标看，2017 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较上年均有小幅下降，分别为 55.20%、40.79%和 42.90%。公司债务结构合理，目前整体债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，但整体盈利能力仍然较弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

2017 年，受处置改制企业资产收入快速增长的影响，公司营业收入增长 19.45%至 11.46 亿元；同期，公司营业成本为 9.89 亿元，同比增长 17.99%；2017 年公司营业利润率为 11.79%，较上年有所增长。

期间费用方面，公司 2017 年期间费用为 0.64 亿元，同比小幅增长 4.17%，期间费用占营业收入比重为 5.61%，较上年有所下降。跟踪期内，公司期间费用控制能力有所提升。2017 年公司资产减值损失为-882.78 万元，主要系坏账准备冲回所致。

2017 年公司获得财政补贴 0.97 亿元，公司实现利润总额 1.77 亿元，同比增长 16.91%，财政补贴对公司利润总额影响大。

2017 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 1.40%和 2.35%，较上年有小幅增长，公司盈利能力仍然较弱。

4. 现金流分析

受上年预收回购款规模较大的影响，2017 年公司收到政府拨付回购款大幅下降，收现质量大幅下降。公司经营活动现金流入仍无法覆盖经营和投资活动支出，外部融资规模大幅提升。

经营活动方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.23 亿元，同比大幅下降 69.71%，主要系上年政府支付项目回购款较多导致当年现金流入大幅下降；公司现金收入比为 45.66%，同比下降 134.42 个百分点。同期，公司收到其他与经营活动有关现金同比大幅下降 78.06%至 2.35 亿元，主要系收到的往来款大幅下降所致。现金流出方面，2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 9.44 亿元，同比大幅下降 70.43%，主要系改制企业所支付的预付账款规模下降所致。当年，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.63 亿元，经营活动现金流量净额持续为负。

投资活动方面，2017 年，公司投资支付的现金 5.38 亿元，主要为公司新增 5.00 亿元对湖南华菱钢铁集团有限责任公司的权益投资。同期，公司投资活动现金流表现为净流出状态，为-6.40 亿元。

公司筹资活动前现金流量净额为-11.03 亿元，需要通过筹资活动弥补资金缺口。2017 年，公司筹资活动现金流入 40.77 亿元，同比大幅增长 57.36%。其中包括取得借款收到的现金 14.60 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 15.60 亿元（政府债务置换资金）；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金 19.92 亿元；跟踪期内，公司外部融资规模大幅提升，当年筹资活动净额为 14.93 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产为短期债务的 1.90 倍，短期债务支付能力较好；公司长期债务规模较大，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为 394.93%和 176.92%。同期，公司经营现金流净额为负，对公司流动负债无保障能力。2017 年底，公司现金类资产是短期债务的 1.90 倍，公司短期偿债压力小。

从长期偿债指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 2.03 亿元，同比增长 15.62%，公司全部债务/EBITDA 指标值为 27.97 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度 46.54 亿元，已使用额度 32.64 亿元，尚未使用额度 13.90 亿元，公司间接融资渠道一般。

九、存续债券偿还能力分析

截至报告日，公司待偿还债券规模较大，未来债券待偿本金峰值较高，公司面临一定债券集中兑付压力。

2017 年底，公司一年内到期兑付债券本金 3.20 亿元，2019 年下半年将达到待偿债券本金峰值 14.20 亿元。2017 年，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 7.58 亿元、-4.63 亿元和 2.03 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	3.20
未来待偿债券本金峰值	14.20
现金类资产/一年内到期债券余额	2.83
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.33
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

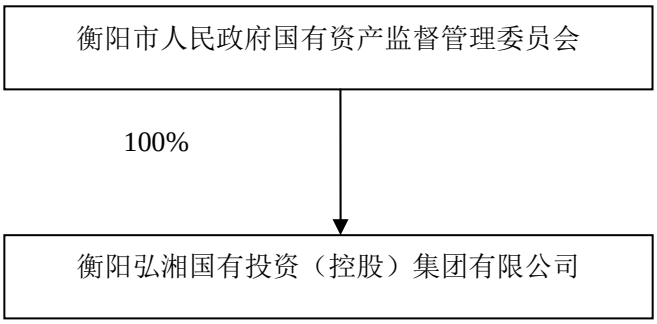
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障程度较弱，公司面临一定债券集中兑付压力。

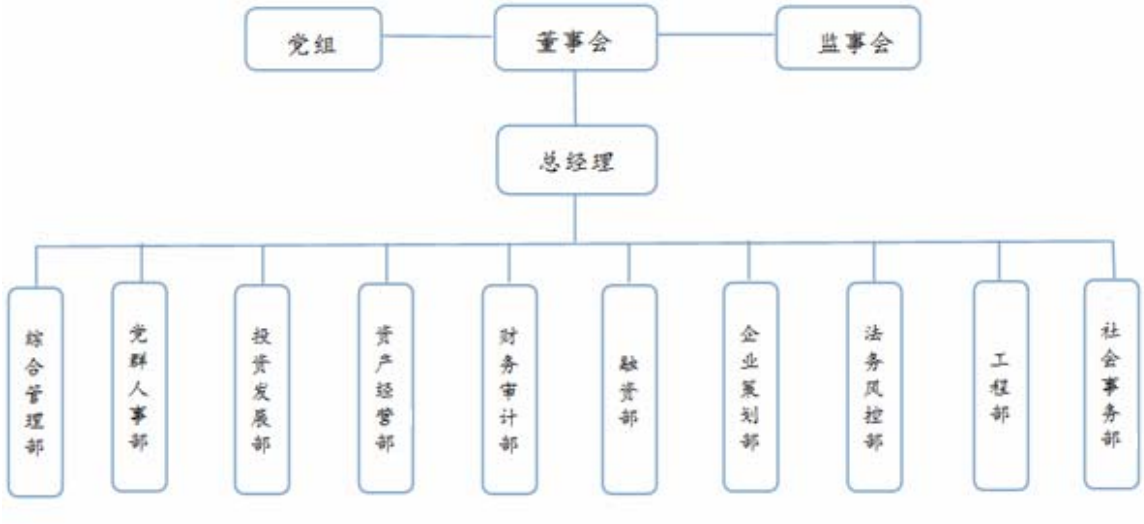
十、结论

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，并维持“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　2017 年底公司合并范围子公司明细

子公司	注册资本（万元）	持股比例（%）		表决权比例（%）	取得方式
		直接	间接		
衡阳市弘信投资有限责任公司	41000.00	3.23	96.77	100.00	设立
衡阳市船山英文学校	12047.49	100.00	100.00	100.00	划拨、购买
衡阳公路桥梁建设有限公司	13233.00	67.46	67.46	67.46	划拨
衡阳弘正国有资产管理有限责任公司	1000.00	100.00	100.00	100.00	设立
衡阳市弘晖服饰有限责任公司	40.00	100.00	100.00	100.00	划拨
衡阳弘立环境投资有限责任公司	3000.00	100.00	100.00	100.00	设立
衡阳衡拖农机制造有限公司	5000.00	100.00	100.00	100.00	划拨
衡阳弘昇国有工矿棚户区改造投资有限责任公司	1000.00	100.00	100.00	100.00	设立
衡阳弘山投资有限公司	5000.00	60.00	60.00	60.00	设立
衡阳市翼鸿资产经营有限责任公司	1000.00	100.00	100.00	100.00	投资
衡阳弘湘物业管理有限公司	100.00	100.00	100.00	100.00	设立

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.99	5.14	9.04
资产总额(亿元)	137.18	154.41	168.45
所有者权益(亿元)	67.61	68.13	75.47
短期债务(亿元)	14.37	5.40	4.69
长期债务(亿元)	33.31	49.60	52.00
全部债务(亿元)	47.67	55.00	56.69
营业收入 (亿元)	12.59	9.59	11.46
利润总额(亿元)	1.93	1.52	1.77
EBITDA(亿元)	2.10	1.75	2.03
经营性净现金流(亿元)	-1.19	-7.32	-4.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.53	9.35	10.04
存货周转次数(次)	0.18	0.12	0.12
总资产周转次数(次)	0.10	0.07	0.07
现金收入比(%)	85.18	180.08	45.66
营业利润率 (%)	13.03	10.35	11.79
总资本收益率(%)	1.70	1.30	1.40
净资产收益率(%)	2.85	2.22	2.35
长期债务资本化比率(%)	33.00	42.13	40.79
全部债务资本化比率(%)	41.35	44.67	42.90
资产负债率(%)	50.72	55.88	55.20
流动比率(%)	361.48	423.62	394.93
速动比率(%)	186.22	190.99	176.92
经营现金流动负债比(%)	-3.34	-20.83	-11.69
全部债务/EBITDA(倍)	22.75	31.37	27.97

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

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。