跟踪评级公告

联合[2015]1028号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持衡阳市湘江水利投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14衡水投/14衡阳水投债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十九日

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

衡阳市湘江水利投资开发有限公司
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
14 衡水投/14 衡阳水投债	13 亿元	2014/4/23～2021/4/23	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	3.28	4.42	6.60
资产总额(亿元)	46.91	58.77	89.40
所有者权益(亿元)	35.45	37.68	44.94
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.69
全部债务(亿元)	9.39	14.54	27.96
营业收入(亿元)	3.39	4.20	7.91
利润总额(亿元)	2.51	2.23	2.26
EBITDA(亿元)	2.60	2.32	2.76
经营性净现金流(亿元)	-1.87	-3.26	-13.02
营业利润率(%)	3.29	8.60	12.63
净资产收益率(%)	7.09	5.93	5.03
资产负债率(%)	24.44	35.88	49.73
全部债务资本化比率(%)	20.94	27.84	38.36
流动比率(%)	2176.50	871.97	434.17
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	6.26	10.13

分析师

过国艳　徐荣伟
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

2014 年衡阳市和松木区经济持续平稳增长，财政实力不断增强，衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）外部环境良好。公司作为衡阳市水利工程项目以及松木开发区的建设主体，跟踪期内，在土地资产注入和财政补贴等方面持续获得衡阳市政府的大力支持，公司营业收入持续增长，水利工程建设和土地出让规模有所增长。同时联合资信也关注到，公司建设项目前期投入较大、自主摘地规模增大和资产流动性较差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“14 衡水投/14 衡阳水投债”无担保，募投项目未来产生的收益能够覆盖“14 衡水投/14 衡阳水投债”本息，同时“14 衡水投/14 衡阳水投债”提前分期偿付本金有助于降低“14 衡水投/14 衡阳水投债”偿还风险。

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“14 衡水投/14 衡阳水投债”AA 的信用等级。

优势

1. 衡阳市和松木区经济和财政实力持续平稳增强，为公司提供了良好的发展环境。
2. 公司是衡阳市水利工程项目建设主体，跟踪期内，持续得到政府在财政补贴和资产注入等方面的大力支持。
3. “14 衡水投/14 衡阳水投债”设置了分期偿付条款，有助于降低集中偿付风险。

关注

1. 公司资产构成以存货为主，资产变现能力较弱。
2. 受公司业务模式影响，公司整体盈利能力较弱，利润总额对财政补贴的依赖程度仍

较高。

3. 2014 年度公司自主摘牌土地规模较大，未来公司将择机对外转让，土地收益的实现受当地土地市场波动影响较大，未来土地转让情况具有一定不确定性。
4. 公司债务负担上升，经营净现金流持续大规模净流出。

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）与衡阳市湘江水利投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与衡阳市湘江水利投资开发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，未因衡阳市湘江水利投资开发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湘江水利投资开发有限公司提供，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湘江水利投资开发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

衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）系经衡阳市人民政府批准并于2008年3月成立的法人独资公司。公司系由衡阳市企业信用担保投资有限公司（以下简称“信用担保公司”）及衡阳市汛安防洪工程建设管理有限责任公司（以下简称“汛安公司”）共同出资设立，首次出资1600万元，出资方式为货币。2008年12月衡阳市人民政府出具《衡阳市人民政府关于同意衡阳市湘江水利投资开发有限公司国有股权无偿划转的通知》（衡政函[2008]201号），同意汛安公司将持有的公司注册资本23.75%（1900万元）出资额无偿划转给信用担保公司；同时信用担保公司以货币缴纳第二期出资5900万元；2010年9月衡阳市人民政府出具《衡阳市人民政府关于同意衡阳市湘江水利投资开发有限公司国有股权无偿划转的通知》（衡政函[2010]201号），同意汛安公司将持有的公司注册资本6.25%（500万元）出资额无偿划转给衡阳市中小企业担保基金管理中心（以下简称“基金管理中心”）；由基金管理中心以货币缴纳第三期出资500万元；2011年4月衡阳市人民政府出具《衡阳市人民政府关于同意衡阳市湘江水利投资开发有限公司国有股权无偿划转的通知》（衡政函[2011]201号），同意信用担保公司将持有的公司注册资本93.75%（7500万元）出资额及基金管理中心持有的公司注册资本6.25%（500万元）出资额无偿划转给衡阳市湘泽再担保投资集团有限公司；2013年12月公司股东衡阳市湘泽再担保投资集团有限公司更名为衡阳市担保投资集团有限公司（以下简称“衡阳担保集团”）。基金管理中心持有衡阳担保集团100%股份，衡阳市人民政府为基金管理中心的举办单位。2014年度，根据衡政函[2014]57号《衡阳市人民政府关于衡阳市湘江水利投资开发投资有限公司国有股权无偿划转的通知》，衡阳担保集团将其出资额0.8亿元无偿划转给市财政局，衡阳市财政局作为公司出资人，出资额0.8亿元，公司类型由有限责任公司（法人独资）变为有限责任公司（国有独资），因此衡阳市人民政府仍为公司实际控制人。截至2014年底，公司注册资本为0.80亿元。

公司经营范围：防洪工程建设、土地经营及开发、农业水利项目建设及湘江、蒸水、耒水沿岸城市基础设施建设（以上经营范围不含前置许可项目，涉及后置专项审批的须审批后方可经营）。

截至2014年底，公司拥有1家全资子公司，内设融资部、综合管理部、审计监察部、工程管理部、经营发展部、财务部和总工室共7个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为89.40亿元，所有者权益为44.94亿元。2014年公司实现营业收入7.91亿元，利润总额2.26亿元。

公司注册地址：衡阳市高新区解放大道30号市财政局办公楼；法定代表人：唐夏元。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为

主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，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，全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生

活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（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放松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.区域经济发展

衡阳市设立于1942年1月1日，现辖5区2市5县，总面积1.53万平方公里，其中市区面积近100平方公里。常住人口674万，其中市区人口近100万。1984年衡阳市被国务院列为全国16个中等城市综合改革试验点之一，1988年被国务院批准为湘南改革过渡试验区，2005年被列为湖南省6个优势地级市组成的“一点一线”重点发展区域，2006年纳入长株潭（3+5）大城市发展圈。

《衡阳市2014年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，衡阳市2014年度实现地区生产总值（GDP）2395.56亿元，按可比价格计算，增长9.9%。其中，第一产业实现增加值364.69亿元，增长4.5%；第二产业实现增加值1119.88亿元，增长9.1%；第三产业实现增加值910.98亿元，增长13.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值32921元，增长9.1%。

2014年度，衡阳市固定资产投资（不含农户）1767.01亿元，增长22.9%。其中，城镇和非农户固定资产投资1628.72亿元，增长22.8%；国有投资540.96亿元，增长41.4%。年内新开工项目个数2151个，增长13.2%。

2014年度，衡阳市实现财政收入235.66亿元，增长11.2%；其中，一般预算收入173.36亿元，增长11.3%。一般预算支出412.98亿元，增长13.4%；其中社会保障和就业支出61.84亿元，增长14.8%；医疗卫生与计划生育支出41.23亿元，增长25.3%；交通运输支出15.37亿元，增长56.0%。2010年-2014年财政收入占GDP的比重稳步提高，分别为8.0%、8.8%、9.5%、9.7%、9.8%。2014年财政收入占GDP的比重比“十二五”初提高了1.8个百分点。

整体看，衡阳市经济持续平稳发展，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，经济将呈现持续增长态势。

衡阳松木经济开发区

公司的子公司衡阳市金源开发建设投资有限责任公司（以下简称“金源公司”）为衡阳松木经济开发区的建设主体。衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）原名衡阳松木工业园区，是衡阳市人民政府2003年批准成立，2006年4月经湖南省人民政府湘政函[2006]79号文件批复，国家发改委于2006年7

月6日以[2006]41号公告的第七批省级开发区，根据湘政函[2012]88号于2012年3月改名为衡阳松木经济开发区，是国家级“高技术产业基地”、湖南省唯一的“盐卤化工特色产业基地”、“中小企业创业基地”和“博士后流动工作站协作研发中心”，是湖南省唯一一家以发展盐卤化工及精细化工产业为定位的省级工业园区，也是湖南省最具有产业影响力的产业园区。

松木经开区位于衡阳市北郊，整体规划控制范围为107国道以东、东外环路以西，内环北路以北，南岳高速公路以南，湘江自南向北将其分为东西两片，规划控制面积为54.66平方公里。凭借丰富的资源优势和良好的投资环境，松木经开区已经引进一批大型企业入园投资，现有入园企业63家，其中高新技术企业4家，上市公司3家。园区内已经初步形成了盐卤及精细化工、新能源、新材料产业链，产业聚集效应初步显现。

2014年底，松木经开区已累计完成基础设施投资50.35亿元，建成上倪路、化工路、松枫路、江霞大道、新安路、金源路等主干道路32公里，50万平方米的标准厂房、5.2万平方米的廉租房和18.5万平方米的公租房。成片开发6.5平方公里，松木污水处理厂已于2010年6月30日正式通水，高标准配套建设了39公里的污水管网，实行雨水、污水分流。220KV建滔变电站、110KV清水变电站已经投入使用。松木经开区财政收入快速增长，2014年实现财政总收入6.57亿元，同比增长30.4%。

3.政府财力

2014 年度，衡阳市经济的持续平稳增长拉动了衡阳市财政实力的增强。

从衡阳市本级财政收入结构看，2014 年地方综合财力为 290.89 亿元，其中一般预算收入占 37.27%，转移支付和税收返还收入占 19.29%，国有土地使用权出让收入占 42.36%。

表 1　衡阳市本级综合财力及债务（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 12 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	2227224.89	（一）地方一般预算收入	1084205
1、外国政府贷款	13256	1、税收收入	555128
2、国际金融组织贷款	22865.94	2、非税收入	529077
（1）世界银行贷款	69.85	（二）转移支付和税收返还收入	561278
（2）亚洲开发银行贷款	10602.16	1、一般性转移支付收入	303151
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	188070
（4）其他国际金融组织贷款	12193.93	3、税收返还收入	70057
3、国债转贷资金	1220.73	（三）国有土地使用权出让收入	1232171
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	1208171
5、解决地方金融风险专项借款	4920	2、国有土地收益基金	21000
6、国内金融机构借款	1286903.69	3、农业土地开发资金	3000
（1）政府直接借款	185648.69	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	1101255	（四）预算外财政专户收入	31292
7、债券融资	528600		
（1）中央代发地方政府债券	118600		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	410000		
8、粮食企业亏损挂账	21784.26		
9、向单位、个人借款	122474.05		
10、拖欠工资和工程款	155979.58		
11、其他	69220.64		
（二）担保债务余额	147929.23		
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			
（1）世界银行贷款			
（2）亚洲开发银行贷款			
（3）国际农业发展基金会贷款			

（4）其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	134036		
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	2444		
6、其他	11449.23		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	2301189.51	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2908946
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		79.11%	

资料来源：衡阳市财政局

注：该表中地方综合财力比统计公报的全口径的财政总收入 235.66 亿元大，系统计口径不一致影响。

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 2014 年 12 月底，衡阳市政府全部债务余额 230.12 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 79.11%。衡阳市地方政府债务负担较重。

总体来看，衡阳市财政收入在一定程度上依赖于国有土地使用权出让收入，易受土地出让市场波动影响，地方政府债务负担较重。

4.外部支持

货币资金注入及政府补贴

根据衡阳市财政局于2014年12月30日《关于给予衡阳市湘江水利投资开发有限公司财政补贴的通知》，鉴于公司承担衡阳市蒸水防洪提农业综合项目的开发、建设、维护、管理等职能，建设任务中、资金压力大，经研究决定，衡阳市财政局2014年度拨付公司六笔款项合计15.21亿元，其中5亿元计入公司资本公积科目，0.8亿元作为对公司的财政补贴计入营业外收入，其余款项主要为公司2014年度确认营业收入的回款。

总体看，衡阳市政府对公司支持力度仍较大，为公司业务发展提供有力支撑。

五、基础素质及管理分析

根据《衡阳市人民政府关于无偿划转衡阳市湘江水利投资开发有限公司国有股权的通知》（衡政函【2014】57 号）、《衡阳市湘江水利投资开发有限公司出资人决定》（衡财金【2014】178 号）、《关于向衡阳市湘江水利投资开发有限公司委派董事、监事及相关事项的决定》（衡财人教【2014】235 号）及《中共衡阳市委关于提名邱小兵等同志职务任免的通知》（衡委干【2013】118 号），公司股东、法人治理及高管变更如下：

（1）衡阳担保集团将其出资额 0.8 亿元无偿划转给市财政局，衡阳市财政局作为公司出资人，出资额 0.8 亿元，公司类型由有限责任公司（法人独资）变为有限责任公司（国有独资），因此衡阳市人民政府仍为公司实际控制人。

（2）同意公司成立董事会，董事会成员共五名，委派唐夏元、庞华、王海燕、尹快平为公司第一届董事会成员，任期三年，同意设职工董事一名，已由公司职工代表大会选举谢振华为职工董事。根据公司章程在上述五名董事中，指定唐夏元担任公司董事长法定代表人。同意公司成立监事会，监事会成员共五名，委派刘宇帆、戴志勇、何玮担任公司第一届监事会监事，同意设职工监事两名，已由公司职工代表大会选举陈儒科、陈怡洁为职工监事，根据公司章程在上述五名监事中，指定刘宇帆担任公司监事会主席。

（3）任命唐夏元担任公司总经理，庞龙、王海燕担任公司副总经理，尹快平担任公司财务总监。

公司总经理唐夏元先生，汉族，1965 年 7 月出生，本科学历，历任常宁市计委投资科科长，衡阳市计委综合科主任科员、投资科科长，衡阳市城市建设投资有限公司常务副总经理。

截至 2014 年底，公司共有员工 56 人，其中本科及以上学历人员占 54%，大专学历人员占 41%，高中及中专学历人员占 5%；从年龄结构看，30 岁及以下人员占 55%，30~50 岁员工

占 43%，50 岁及以上人员占 2%。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

总体看，跟踪期内，公司法人治理结构进一步完善，公司本部高管人员具有丰富的工作经验，在公司经营管理初期有利于公司及衡阳市基础建设的发展；公司员工素质和年龄构成能满足日常经营管理需要。

六、经营分析

公司经营主要分为两大业务板块：水利工程业务和土地开发业务，土地开发业务为公司主要的收入来源，近两年占公司整体业务收入的 70%以上。但 2014 年度公司土地开发收入中含 5.32 亿元的土地转让收入，该业务为非持续性业务，扣除该业务对收入的影响，2014 年度公司土地开发收入大幅下降，主要受公司土地整理项目尚未完工影响。

毛利率方面，2014 年度，公司工程业务毛利率均为 9.09%（代建管理费）较 2013 年度略有下降；土地开发业务毛利率为 15.42%，同比有所上升，主要受转让土地毛利率较土地开发业务毛利高影响。其中其他业务 2014 年度毛利率为负值，主要系管理费用增加影响。

表 2　2013～2014 年公司各业务板块经营情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
项目开发收入	0.67	16.05	10.00	2.20	27.81	9.09
土地开发收入	3.52	83.75	8.20	5.69	71.93	15.42
其他	0.01	0.20	100.00	0.02	0.25	-261.4
合计	4.20	100.00	8.67	7.91	100.00	12.79

资料来源：公司审计报告

（1）水利工程业务

公司水利工程业务的经营主体为母公司衡阳市湘江水利投资开发有限公司。经营模式方面，根据公司与衡阳市财政局签订的委托代建协议，项目的建设资金通过公司自筹 30%和银行借款 70%解决，收入按照年底根据当年年度实际投资额确认，按项目总投资的 10%计提代建管理费。

公司 2014 年度主要负责承建蒸水南堤三期项目，从王家堰排渍站至船山西路，于 2013 年 11 月开工，2014 年度累计投入 2.00 亿元，2014 年底确认收入 2.20 亿元，累计投资额的 1.1 倍，2014 年度该款项已全部到位，体现在销售商品、提供劳务收到的现金科目内。

在建项目方面，目前公司主要的在建项目为蒸水南堤防洪水利综合建设项目和衡阳市武广新区耒水西岸风光带（湘江西路-衡州大道）。其中蒸水南堤防洪水利综合建设项目，从王家堰排渍站至船山西路，总长约 5 公里，计划总投资约 6.5 亿元。该项目于 2013 年 11 月开工，预计 2015 年底竣工。截至 2014 年底，已完成投资 3.5 元。

衡阳市武广新区耒水西岸风光带（湘江西路-衡州大道）建设工程，总投资 17.33 亿元，建设工期 36 个月。该项目于 2013 年 12 月开工，截至 2014 年底已投入 3.95 亿元，占总投资 22.79%。

拟建项目方面，公司目前主要拟建项目为：东洲岛综合开发项目 4.3 亿元，湘江东岸苏洲湾项目 6.6 亿元。万福陵园项目 4.3 亿元，合计总投资额为 15.2 亿元。

土地储备方面，公司本部 2014 年新摘牌 8 宗土地，摘牌价格为 16.05 亿元，合计面积 843.45 亩，土地用途为商住用地，截至 2014 年底，公司本部自主摘地金额为 20.85 亿元。财务核算时，在存货和购买商品、接受劳务支付的现金体现，未来公司将根据衡阳市土地行情择机转让。

（2）土地开发、安置房、工业厂房建设

2014 年度公司实现土地开发收入 5.69 亿元，其中 5.32 亿元为公司的土地转让收入，0.37 亿元为土地整理收入。

公司土地整理经营模式方面，根据公司与松木区财政局签订的委托代建协议，项目的建设资金通过公司自筹 30%和银行借款 70%解决，按照具体地块项目整理完工并结算后确认收入，并按项目总投资的 10%计提代建管理费。

公司土地整理业务的经营主体为全资子公司金源公司。金源公司为湖南衡阳松木经开区开发建设的主体，主要负责园区的土地开发、安置房、工业厂房项目建设。截至 2014 年底，金源公司已累计完成园区成片开发 6.5 平方公里，累计完成投资 50.35 亿元。目前在存货科目内有 8.05 亿元尚未完工，未来待完工并结算后按总投资的 10%确认土地开发收入。

2013 年度公司确认土地开发收入 3.52 亿元，系结转成本 3.2 亿元，当年款项于当年全部收回。2014 年度公司确认土地开发收入 0.37 亿元，2014 年度由于土地整治完工项目较少，相对确认的营业收入较少，当期确认的收入已全部收回。同时公司目前无应收土地开发款项。

土地转让账务处理模式，该业务系 2014 年度开始发生，属于非经常性业务，即公司将政府注入的土地转让，按实际土地转让金确认收入，同时按账面价值结转成本。2014 年度公司实现土地转让收入 5.32 亿元，系公司将政府注入面积为 17.13 万平方米的商业用地转让款项。

土地储备方面，2014 年金源公司新摘牌两宗土地，摘牌价格为 5.82 亿元，合计面积 18.53 万平方米，土地用途为商住用地。截至 2014 年底，金源公司账内商住土地面积合计 50.03 万平方米，入账价值为 14.63 亿元（含 8.83 亿元政府注入的土地和 5.8 亿元自购土地），以上土地公司用于融资或根据土地市场行情出让一部分。

在建项目方面，公司子公司金源公司负责安置房、标准厂房和公租房建设，其中安置房前期公司融资建设，项目完工后按 10%的管理费确认收入，截至目前公司尚未确认安置房收入，账务处理方面，公司将前期投入款项计入“存货”科目内。标准厂房和公租房建设未来主要用于出租，未来用租金收入平衡建设成本，账务处理方面，公司将前期投入款项计入“在建工程”科目，完工后转入“投资性房地产”科目。

公司主要建设项目为标准厂房、湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目和湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目。其中标准厂房已投资金额为 2.64 亿元，建设面积为创业孵化基地 10 万平方米标准厂房及配套的道路、给排水、供电、消防、环保、绿化等设施和 1.05 万平方米的服务平台综合用房，目前已基本完成开发建设，未来公司标准厂房将通过出租和出售的方式收回投资，目前体现在“在建工程”科目当中。湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目和湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设系“14 衡水投/14 衡阳水投债”的募投项目，截至 2014 年底分别投入 2.00 亿元和 4.06 亿元。

拟建项目方面，公司拟建项目主要有聚元路、江霞大道北延、标准厂房四期及安置房八期（南片安置房二期）等项目，合计总投资金额为 16.14 亿元，公司计划 2015 年度投资金额为 12.31 亿元。整体公司在建及拟建项目投资规模大，存在一定的对外融资压力。

七、募集资金使用情况

“14 衡水投/14 衡阳水投债”募集资金中 7.5 亿元已用于项目建设，另有 5.5 亿元尚未使用，三个项目建设资金投入情况如下表所示。

表 3　募投项目的投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投入资金	募集资金已投入金额
衡阳市武广新区耒水西岸风光带（湘江西路—衡州大道）建设工程	173292.95	39500	30000
湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目	39864.00	20089	15000
湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目	58049.90	40634	30000
合计	**271206.85**	**100223**	**75000**

资料来源：公司提供

“14 衡水投/14 衡阳水投债”偿债基金来源于募投项目未来产生的租金和配套土地出让收益。

八、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供的 2014 年财务报告已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围共 1 家公司，系 2010 年划入的金源公司。近三年公司合并范围无变化，财务报表可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 89.40 亿元，所有者权益为 44.94 亿元。2014 年公司实现营业收入 7.91 亿元、利润总额 2.26 亿元。

2．盈利能力

2014 年公司营业收入为 7.91 亿元，其中项目开发收入占 27.79%，土地开发收入占比 71.89%。2014 年度公司营业利润率为 12.63%较 2013 年度的 8.60%明显上升，主要受土地开发毛利率上升影响。

期间费用方面，公司 2014 年度期间费用为 5289.37 万元，同比明显增加，主要受公司债务增加使得财务费用增加影响，占营业收入比率分别为 6.69%。

公司利润受营业外收入影响大，全部系为政府补助利得，2014 年公司获得政府补助利得为 1.80 亿元，同比略有下降，但仍然有效地提升了公司利润水平；2014 年度公司利润总额为 2.26 亿元较 2013 年度的 2.23 亿元，略有增加。

受所有者权益规模较大及自身盈利较低影响，公司整体盈利指标值较低。2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.66%和 5.03%，较 2013 年的 4.28%和 5.93%，均略有下降，公司整体盈利能力仍弱。

总体看，跟踪期内公司营业收入明显增加，盈利能力仍弱，政府补贴收入对公司利润仍有较大支撑。

3．现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2014 年度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.11 亿元，主要来自子公司的土地开发收入以及公司本部的工程收入；2014 年度，公司现金收入比为 102.53%，收入质量实现仍较好。同时，公司收到其他与经营活动有关现金同比增长 9.75%，2014 年为 15.33 亿元，主要是收到的政府补助和往来款项。现金流出方面，公司经营活动现金流出主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。2014 年度，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 21.39 亿元，主要为子公司的园区开发、公司本部的工程投入以及支付的土地出让金。同时，公司支付其他与经营活动有关的现金持续增加，2014 年为 13.71 亿元，主要系支付的往来款。2014 年度受公司工程投入款及自购土地款的大幅增加，公司经营活动产生的现金流量净额仍呈净流出且负值同比下降，为 -13.02 亿元。

投资活动方面，2014 年公司投资活动产生的现金流量仍表现为净流出，金额为-1.86 亿元，同比下降，主要受 2014 年度公司对耒阳市城市和农村建设投资有限公司投资 0.5 亿元，耒阳市交通水利建设投资有限公司投资 0.3 亿元投资款（体现在其他流动资产科目）。

同时金源公司支付厂房工程款 0.96 亿元（体现在在建工程科目内）等款项。

随着公司建设项目进度的不断推进，公司对外部融资具有一定压力。2014 年度公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，金额为 21.13 亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务及利息和分配股利、利润或偿付利息支付的现金；2014 年度公司筹资活动现金流量净额为 17.05 亿元，公司对外筹资规模明显扩大。

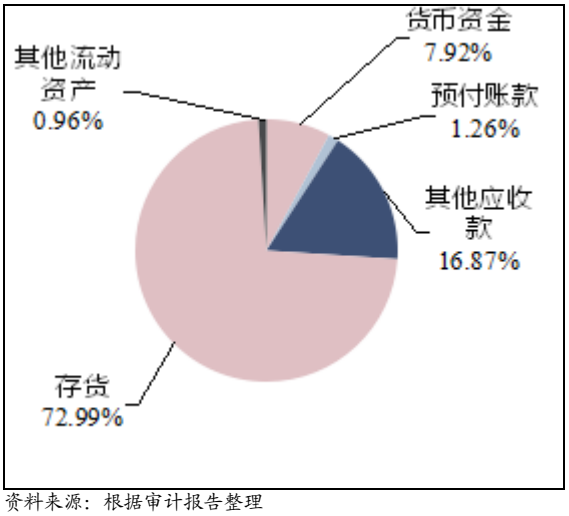
总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流持续为负，受公司工程项目及园区开发的推进影响，公司对外筹资规模明显扩大，目前公司在建拟建项目规模较大，未来公司仍存在一定的对外融资压力。

4．资产及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 89.40 亿元，其中流动资产占比 93.20%，占比较 2013 年底的 97.17%下降，但流动资产占比仍大。

截至 2014 年底，公司流动资产为 83.32 亿元，同比增长 45.89%，主要受存货、其他应收款增加影响；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成（见图 1），其中存货占比很高。

图 1　截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

截至 2014 年底，公司货币资金合计 6.60 亿元，其中银行存款占 99.99%。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 14.06 亿元，主要是往来款，对公司资金形成一定占用，大部分往来款账龄在 2 年内。从欠款性质看，其他应收款中前五大客户合计占 55.02%，集中度尚可。公司累计计提坏账准备 100.69 万元，坏账计提比例为 0.07%。

表 4　截至 2014 年底公司其他应收款中前五名情况

欠款单位	金额（万元）	账龄	占比（%）
衡阳兴安置业有限公司	26191.54	1 年以内	17.68
衡阳市国土资源局	17473.02	1 年以内	11.79
衡阳松木开发建设投资有限公司	15445.10	1 年以内；	10.43
衡阳市土地矿产交易中心	12404.00	1-2 年	8.37
衡阳市国有资产监督管理委员会	10000.00	1 年以内	6.75
合计	**81513.66**		**55.02**

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货为 60.82 亿元，较 2013 年底增加较大，主要受 2014 年度公司自主摘地 21.05 亿元影响。存货科目中政府注入的商业用地资产 23.23 亿元，占存货的 38.20%，公司摘得的土地 26.75 亿元，占存货的 43.98%，土地整理成本 8.05 亿元，其余为公司的项目开发成本。

截至 2014 年底，公司预付账款为 1.05 亿元，较 2013 年底大幅增长，主要系子公司金源公司预缴土地平整及公租房项目的工程款及契税。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 0.13 亿元，主要系公司对衡阳市矿业探矿权储备经营有限公司和狮形岭锡矿探矿权衡阳中航电镀中心有限公司的投资款。

截至 2014 年底，公司投资性房地产净值合计 1.61 亿元，较 2013 年大幅增长，主要系从固定资产科目转入的房屋建筑物资产。

截至 2014 年底，公司在建工程为 4.31 亿元，同比大幅增加，主要受 2014 年度标准厂房和公租房投资增加影响，其中标准厂房 2.64 亿元和公租房 1.67 亿元。

总体看，跟踪期内，公司加大项目投入力

度，同时自购土地明显增加，未来土地将根据市场情况，对外转让，土地收益的实现受当地土地市场波动影响较大，未来土地转让情况具有一定不确定性。公司资产规模扩大，流动资产占比很高但主要为土地资产，资产变现能力仍较弱，资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 44.94 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 1.78%、78.92%和 18.94%，资本公积占比较高。截至 2014 年底为 35.47 亿元，主要系衡阳市政府注入的国有土地使用权，其中 2014 年度增加 5 亿元，系衡阳市财政局拨付的货币资金，总体看，公司资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2014 年底，公司负债合计 44.46 亿元，其中流动负债占 43.16%，非流动负债占 56.84%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债为 19.19 亿元，主要为应付账款（占比 9.25%）、其他应付款（占比 73.06%）及一年内到期的非流动负债（占比 14.03%）。

截至 2014 年底，公司应付账款为 1.77 亿元，主要系应付衡阳松木工业园区财政局土地款。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 14.02 亿元，较 2013 年度大幅增长，受公司往来款的增加影响，其中主要为应付衡阳松木经开区财政局 1.15 亿元、衡阳市财政局 7.35 亿元、衡阳市金源街道农民安置房项目建设协调指挥部 1.85 亿元，账龄大部分在 1 年以内。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.69 亿元，主要系一年内到期的长期借款，其中信用借款 0.78 亿元和抵押借款 1.92 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 25.27 亿元，同比增长 73.81%，主要受公司 2014 年发行 13 亿元企业债影响。截至 2014 年底，公司长期借款 12.39 亿元，同比略有下降。

截至 2014 年底，公司全部债务合计 27.96 亿元，同比增长 92.33%，主要系长期债务的增加，其中短期债务占 9.63%和长期债务占 90.37%。

截至 2014 年底，公司债务水平持续上升，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 49.73%、35.99%及 38.36%，债务指标同比均明显增长。

总体看，跟踪期内。公司债务水平持续上升，但债务负担尚可，公司所有者权益稳定性较好。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率有所下降但指标值仍较高，分别为434.17%和117.25%。同时考虑到2014年底公司短期债务规模小，短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2014年，公司实现EBITDA值为2.76亿元，同比略有增加；公司全部债务/EBITDA由2013年的6.26倍增至2014年的10.13倍，公司长期偿债指标一般，考虑到政府支持力度较大，整体偿债能力较好。

截至 2014 年底，公司经营活动现金流入量为“14 衡水投/14 衡阳水投债”的 1.80 倍，经营活动现金流净额为“14 衡水投/14 衡阳水投债”的-1.00 倍，EBITDA 为“14 衡水投/14 衡阳水投债”的 0.21 倍。“14 衡水投/14 衡阳水投债”计划在存续期的第 3~7 年末按发行总额的 20%偿还本金，为 2.60 亿元/年，经营活动现金流入量为该偿还金额的 9.01 倍，经营活动现金流净额为该偿还金额的-5.01 倍，EBITDA 为该偿还金额的 1.06 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“14 衡水投/14 衡阳水投债”的保障指标值偏弱，但考虑到分期偿付本金，有助于降低公司未来集中偿付压力，公司对“14 衡水投/14 衡阳水投债”的保障能力尚可。

截至2014年底，公司对外担保余额为3.50

亿元，系公司对衡阳市交通建设投资有限公司借款提供给的担保，担保比率为7.79%。

截至 2014 年底，公司共获得银行综合授信总额 19.65 亿元，未使用额度 6.93 亿元。公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

7. 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：G10430401001328101），截至 2015 年 5 月 11 日，公司无已结清及未结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

8. 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和衡阳市政府对公司在资产注入、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。

九、 债权保护条款分析

1.“14 衡水投/14 衡阳水投债”概况

“14衡水投/14衡阳水投债”期限为7年，采用固定利率，采用单利按年计息，不计复利。“14衡水投/14衡阳水投债”计划在存续期的第3~7年末按发行总额的20%偿还本金。

根据中信银行汇款回单账单，公司于2015年4月20日，已经完成2014年度付息工作。

2. 偿债资金监管

公司聘请中信银行股份有限公司衡阳分行担任“14衡水投/14衡阳水投债”偿债资金监管银行，并与该行签订了《2014年衡阳市湘江水利投资开发有限公司公司债券账户及资金监管协议》，开立了募集资金账户和专项偿债账户。募集资金账户专门用于接收“14衡水投/14衡阳水投债”募集资金；偿债资金专项账户专项用于偿付“14衡水投/14衡阳水投债”本息。

监管银行于“14 衡水投/14 衡阳水投债”存续期内每年兑付兑息日前的第 20 个工作日，应核对偿债账户内资金状况，如发现不足以支付当期应偿付资金，监管银行应在当日通知公司；公司在接到通知后，应尽快向偿债账户内划付当期应偿付资金额。在“14 衡水投/14 衡阳水投债”存续期内，公司应在“14 衡水投/14 衡阳水投债”存续期内每年兑付兑息日前 5 个工作日之前，将当期应偿付资金划付至偿债账户。当公司发生偿债困难时，监管银行在国家法律、法规和银行信贷政策和规章制度允许、并经中信银行衡阳分行授信审批部门审批同意的前提下，给予公司流动性支持。

3. 可变现资产保障

公司作为衡阳市重要的水利基础设施建设投融资经营主体，衡阳市政府将大量优质资产注入公司。当本期债券本息出现临时偿付困难时，公司可以有计划地出售部分流动资产，以保障债券本息的按时偿付。

4. “14 衡水投/14 衡阳水投债”募投项目偿还计划

耒水西岸风光带

该项目使用募集资金 10 亿元，根据衡阳市政府出具的《衡阳市人民政府关于向衡阳市湘江水利投资开发有限公司拨付项目建设费用的决定》（衡政函〔2013〕179 号），衡阳市政府决定将该项目周边的建设用地由公司进行开发整理，土地出让收益全部拨付给公司作为该项目所投入建设费用的补偿。周边可供出让的土地 9 块，合计 1731.05 亩，主要为商住用地，从 2015 年开始出让，出让期为 7 年。

该出让区地块基年的平均出让价格为 156 万元/亩。以此作为基年土地出让价格，并按逐年增长 4%预测土地出让收入；基年的平均土地综合开发成本为 30 万元/亩，依次作为基年的综合土地开发成本，并按逐年增长 3%预测未来综合土地开发成本，计算如下：

表 5　耒水西岸风光带还本付息计划

（单位：亩；万元/亩，万元）

年份	出让地块	土地面积	土地单价	开发成本	净收益
2015	1 号	186.18	156.00	30.00	23458.68
2016	2 号	259.16	162.24	30.90	34038.07
2017	3 号	126.24	168.73	31.83	17282.26
	4 号	214.26			29332.19
2018	5 号	239.81	175.48	32.78	34220.89
	6 号	178.75			25507.63
2019	7 号	95.91	182.49	33.77	14264.19
2020	8 号	80.14	189.79	34.78	12422.64
2021	9 号	350.60	197.38	35.82	56642.39
合计	--	1731.05	--	--	247168.55

资料来源：公司提供

公租房项目

该项目使用募集资金 1.5 亿元，通过政府回购款偿还债券本息。从 2015 年开始付息，2017 年开始每年偿还 20%本金，得出每年偿还本息。政府回购金额能够完全覆盖偿还的本息。根据公司提供的进账单，2014 年度约定到位的 2300 万元已实际到位。

表 6　公租房项目还本付息计划（单位：万元）

年份	每年偿还本息	回购金额
2014	0	2300.00
2015	1125	2300.00
2016	1125	2300.00
2017	4125	8300.00
2018	3900	7800.00
2019	3675	7300.00
2020	3450	6800.00
2021	3225	6750.40

资料来源：公司提供

安置房项目

该项目使用募集资金 1.5 亿元，根据衡阳市政府出具的《衡阳市人民政府关于向衡阳市金源开发建设投资有限责任公司拨付项目建设费用的决定》（衡政函〔2013〕180 号），衡阳市政府决定将项目周边的建设用地由金源公司进行开发整理，土地出让收益全部拨付给金源公司作为该项目所投入建设费用的补偿。周边可供出让的土地 4 块，合计 519.94 亩，主要为商住用地，从 2015 年开始逐年出让，出让期为 4 年。

该出让区地块基年的平均出让价格为 180 万元/亩。以此作为基年土地出让价格，并按逐年增长 4%预测土地出让收入；基年的评级土地综合开发成本为 35 万元/亩，以此作为基年的综合土地开发成本，并按逐年增长 3%预测未来综合土地开发成本，计算如下：

表 7　安置房项目还本付息计划

（单位：亩，万元/亩，万元）

年份	出让地块	土地面积	土地单价	开发成本	净收益
2015	1 号	91.69	180.00	35.00	13295.05
2016	2 号	152.33	187.20	36.05	23024.68
2017	3 号	104.56	194.68	37.13	16473.43
2018	4 号	171.36	202.47	38.25	28140.74
合计	--	519.94	--	--	80934.42

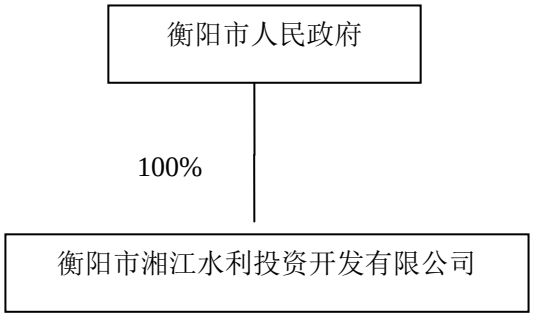
资料来源：公司提供

总体看，三个募投项目未来产生的收益能够覆盖“14 衡水投/14 衡阳水投债”本息的偿还。同时联合资信也关注到耒水西岸风光带以及安置房两个募投项目未来的偿还来源主要依靠项目周边土地的出让收入，由于土地市场受宏观调控的影响较大，公司募投项目周边土地未来出让情况具有一定的不确定性。

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“14 衡水投/14 衡阳水投债”AA 的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.28	4.42	6.60
资产总额(亿元)	46.91	58.77	89.40
所有者权益(亿元)	35.45	37.68	44.94
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.69
长期债务(亿元)	9.39	14.54	25.27
全部债务(亿元)	9.39	14.54	27.96
营业收入(亿元)	3.39	4.20	7.91
利润总额(亿元)	2.51	2.23	2.26
EBITDA(亿元)	2.60	2.32	2.76
经营性净现金流(亿元)	-1.87	-3.26	-13.02
财务指标			
销售债权周转次数(次)	15.05	12.91	78.98
存货周转次数(次)	0.18	0.09	0.13
总资产周转次数(次)	0.14	0.08	0.11
现金收入比(%)	121.68	105.95	102.53
营业利润率(%)	3.29	8.60	12.63
总资本收益率(%)	5.60	4.28	3.66
净资产收益率(%)	7.09	5.93	5.03
长期债务资本化比率(%)	20.94	27.84	35.99
全部债务资本化比率(%)	20.94	27.84	38.36
资产负债率(%)	24.44	35.88	49.73
流动比率(%)	2176.50	871.97	434.17
速动比率(%)	397.86	167.64	117.25
经营现金流动负债比(%)	-89.98	-49.74	-67.86
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	6.26	10.13

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。