跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1108 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

评级时间：2016 年 6 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)	4.42	6.60	8.91	13.43
资产总额(亿元)	58.77	89.40	102.01	113.84
所有者权益合计(亿元)	37.68	44.94	51.57	51.59
短期债务(亿元)	0.00	2.69	3.16	3.16
全部债务(亿元)	14.54	27.96	40.20	43.21
营业收入(亿元)	4.20	7.91	8.41	2.34
利润总额(亿元)	2.23	2.26	2.69	0.03
EBITDA(亿元)	2.32	2.76	2.94	--
经营性净现金流(亿元)	-3.26	-13.02	8.00	-0.24
营业利润率(%)	8.60	12.63	9.47	7.01
净资产收益率(%)	5.93	5.03	5.21	--
资产负债率(%)	35.88	49.73	49.45	54.68
全部债务资本化比率(%)	27.84	38.36	43.81	45.58
流动比率(%)	871.97	434.17	711.00	481.04
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	10.13	13.67	--
经营现金流动负债比(%)	-49.74	-67.86	59.71	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.公司长期应付款已计入长期债务和全部债务；3.现金类资产中已扣除受限资金。

分析师
黄海伦　兰 迪
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

衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市水利工程项目以及松木经济开发区的主要建设主体。跟踪期内，衡阳市和松木区经济持续平稳增长，财政实力不断增强；公司在财政补贴等方面获得衡阳市政府大力支持，公司资产总额和收入规模进一步增长。同时联合资信关注到，公司建设项目前期投入较大，债务扩张快、盈利能力较弱以及资产流动性较差等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

未来随着衡阳市水利工程项目建设和土地开发业务的逐步推进，公司整体收入和利润水平有望得到提升。

公司经营现金流入量对“14 衡水投/14 衡阳水投债”本金覆盖程度一般，由于“14 衡水投/14 衡阳水投债”设置了提前分期偿付本金条款有助于降低集中偿付风险，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. 跟踪期内，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主要建设主体，跟踪期内，公司得到政府在财政补贴和资产注入等方面的大力支持，资产总额和收入规模进一步增长。
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。

3. 2015 年土地开发收入全都为土地出让收入，该业务持续性较差，且受当地土地市场波动影响较大，存在一定不确定性。
4. 募投项目中耒水西岸风光带和安置房项目涉及出让的土地于 2015 年未出让，联合资信将密切关注后续募投项目配置地出让情况。

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；根据跟踪评级的结论，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、主体概况

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。2015年度，根据衡阳市财政局《关于以资本公积转增注册资本的方式增加衡阳市湘江水利投资开发有限公司注册资本的决定》，衡阳市财政局作为公司股东将公司注册资本从8000万元增加至30000万元，由衡阳市财政局出资，出资方式为资本公积转增为注册资本。截至2016年3月底，公司注册资本为3.00亿元。

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2016年3月底，公司拥有2家全资子公司，根据衡政函【2010】212号《关于衡阳金源化工开发建设投资有限责任公司国有股权无偿划转的通知》，衡阳金源化工开发建设投资有限责任公司无偿划转公司，2011年更名为衡阳市金源开发建设投资有限责任公司；2015年8月公司出资设立衡阳市白沙片区整体城镇化建设投资有限公司；公司内设融资部、综合管理部、审计监察部、经营发展部、财务部和总工室等共9个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额为102.01亿元，所有者权益合计51.57亿元。2015年，公司实现营业收入8.41亿元，利润总额2.69亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为

113.84 亿元，所有者权益合计 51.59 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.34 亿元，利润总额 0.03 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

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。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。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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，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. 衡阳市区域经济

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。

根据《衡阳市2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，衡阳市全年实现地区生产总值（GDP）2601.57亿元，按可比价格计算，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%。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。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。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，全市固定资产投资（不含农户）2125.93亿元，增长20.3%。其中，城镇和非农户固定资产投资1985.05亿元，增长21.9%；国有投资663.48亿元，增长22.6%。年内新开工项目个数3235个，增长50.4%。

2015年，全市工业固定资产投资911.23亿元，增长11.0%。其中，工业技术改造投资654.24亿元，增长30.1%，工业投资占固定资产投资的比重为42.9%；制造业投资784.58亿元，增长15.0%；电力、燃气及水的生产供应业投资61.78亿元，增长6.3%；全市基础设施投资461.99亿元，增长27.6%。全市房地产投资完成140.88亿元，增长1.9%。商品房销售面积375.47万平方米，下降3.9%。

3. 衡阳市财政收入

根据《衡阳市2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年全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%。从2015年财政总收入占GDP的比重来看，衡阳市为10.07%，较2014年9.84%略有增长。

从衡阳市本级财政收入结构看，2015 年衡阳市本级地方综合财力为 316.89 亿元，较 2014

年增长 8.94%。截至 2015 年底，衡阳市本级财政中一般预算收入占 37.59%，转移支付和税收返还收入占 22.64%，国有土地使用权出让收入占 39.01%。

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。2015 年，衡阳市政府全部债务余额 224.65 亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），较 2014 年直接债务略微增长，债务率为 70.89%。衡阳市地方政府债务水平较高。

总体来看，衡阳市财政收入增幅平稳，衡阳市财政收入主要来源国有土地使用权出让收入，但地方政府债务水平较高。

表 1　截至 2015 年底衡阳市本级地方政府财力债务状况（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年 12 月 31 日）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	2187510.00	（一）地方一般预算本级收入	1191315.00
1、外国政府贷款	0.00	1、税收收入	576738.00
2、国际金融组织贷款	21265.94	2、非税收入	614577.00
（1）世界银行贷款	69.85	（二）转移支付和税收返还收入	717320.00
（2）亚洲开发银行贷款	9002.16	1、一般性转移支付收入	364495.00
（3）国际农业发展基金会贷款	0.00	2、专项转移支付收入	283122.00
（4）其他国际金融组织贷款	12193.93	3、税收返还收入	69703.00
3、国债转贷资金	0.00	（三）国有土地使用权出让收入	1236345.00
4、农业综合开发借款	0.00	1、国有土地使用权出让金	1197032.00
5、解决地方金融风险专项借款	0.00	2、国有土地收益基金	26570.00
6、国内金融机构借款	1052005.81	3、农业土地开发资金	9667.00
（1）政府直接借款	240322.81	4、新增建设用地有偿使用费	3076.00
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	811683.00	（四）预算外财政专户收入	23941.00
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	0.00		
9、向单位、个人借款	70676.73		
10、拖欠工资和工程款	0.00		
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	0.00		
2、政府担保的国际金融组织贷款	0.00		
（1）世界银行贷款	0.00		
（2）亚洲开发银行贷款	0.00		
（3）国际农业发展基金会贷款	0.00		
（4）其他国际金融组织贷款	0.00		
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	0.00		
5、政府担保向单位、个人借款	0.00		
6、其他	13893.23		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**2246522.62**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**3168921.00**
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

4. 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“高新技术产业基地”、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。

2015 年底，松木经开区已累计完成基础设施投资 59.15 亿元，建成上倪路、化工路、松枫路、江霞大道、新安路、金源路、聚元路等主干道路 38.9 公里，65 万平方米的标准厂房、5.2 万平方米的廉租房和 21.5 万平方米的公租房和 10 万平方米的安置房，污水处理厂及片区污水干管建设 6 公里。成片开发 9.5 平方公里，工业项目完成投资 38.5 亿元，新开工建设工业项目 11 个，新竣工投产工业项目 10 个，新增规模也上工业企业 7 个，道路建设、“三房”建设快速推进，拆迁房屋 16 万平方米。松木经开区财政收入快速增长，2015 年实现财政总收入 8 亿元，同比增长 21.8%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2015 年度，根据衡阳市财政局《关于以资本公积转增注册资本的方式增加衡阳市湘江水利投资开发有限公司注册资本的决定》，衡阳市财政局作为公司股东将公司注册资本从 8000 万元增加值 30000 万元，由衡阳市财政局出资，出资方式为资本公积转增为注册资本。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 3.00 亿元，衡阳市财政局持有公司 100%股权，衡阳市人民政府为公司实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管未发生重大变化。

截至2016年3月底，公司本部共有在职人员66人，具有本科及以上学历的占59.1%，大专以上学历的占33.3%，高中及中专学历的占7.6%；从年龄结构看，30岁以下人员占45.1%，30～50岁的占36.3%，50岁以上的占7.6%。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作经验，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。

3. 股东及外部支持

股东支持

根据衡阳市财政局《关于以资本公积转增注册资本的方式增加衡阳市湘江水利投资开发有限公司注册资本的决定》，2015年7月28日，衡阳市财政局作为公司股东将公司注册资本从8000万元增加至30000万元，由衡阳市财政局出资，出资方式为资本公积转增为注册资本。

资金补贴

根据衡阳市财政局于2015年12月31日《关于安排衡阳市湘江水利投资开发有限公司财政补贴资金的通知》，衡阳市财政局2015年度拨付公司财政补贴1亿元，同时拨付3亿元用于补充公司资本公积；根据衡阳松木经开区财政局

于2015年12月30日《湖南衡阳松木经济开发区财政局关于下达补贴资金的通知》，衡阳松木经济开发区财政局2015年拨付公司子公司金源开发建设投资有限公司补贴建设补贴资金共计9794万元；根据2015年12月30日《湖南衡阳松木经济开发区财政局关于下达中央补助公共租赁住房资金的通知》，拨付公司公租房建设中央补助专项资金2000万元。

总体看，跟踪期内，衡阳市政府对公司支持力度较大，为公司业务发展提供有力支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度等方面未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于项目开发业务（水利工程业务）和土地开发业务。2014~2015年，公司营业收入有所增长，分别为7.91亿元和8.41亿元。营业收入构成中，2015年，土地开发收入占比较大但呈下降趋势，占公司营业收入的67.51%，2015年公司土地开发收入中全为土地出让收入，该业务为非持续性业务，受公司现有土地整理项目尚未完工影响，公司未确认该类业务收入。2014~2015年，项目开发收入在营业收入中的比重不断提高，分别为2.20亿元和2.58亿元。公司其他业务收入规模较小，主要为租金收入。

毛利率方面，2014~2015年，公司土地开发业务毛利率下降较大，2015年为10.00%，主要系人工、材料等费用上涨所致；2014~2015年，项目开发收入毛利率有所上涨，分别为9.09%和11.18%；其他业务毛利率波动较大，2014年度毛利率为负值，主要系将部分固定资产折旧从管理费用计入营业成本所致，2015年其他业务收入由负转正主要系租金收入大幅增加但相关成本增加较少所致。总体看，公司整体毛利率受土地开发收入毛利率下降较大影响，2015年为10.70%。

2016年1~3月，公司营业收入全部为土地开发收入（全部为土地整理收入），为2.34亿元，由于该方面收益按项目总投资的10%计提代建管理费，故毛利率较2015年底有所下降，为7.59%。

表2 公司营业收入情况（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
项目开发收入	0.67	16.05	10.00	2.20	27.81	9.09	2.58	30.63	11.18	--	--	--
土地开发收入	3.52	83.75	8.20	5.69	71.93	15.42	5.68	67.51	10.00	2.34	100.00	7.59
其他	0.01	0.20	100.00	0.02	0.25	-261.4	0.16	1.86	31.50	--	--	--
合计	**4.20**	**100.00**	**8.67**	**7.91**	**100.00**	**12.79**	**8.41**	**100.00**	**10.70**	**2.34**	**100.00**	**7.59**

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

水利工程业务

公司水利工程业务的经营主体为公司本部。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，年底按照公司当年实际投资额加成确认收入（按当年总投资的 10%计提代建回报，并计入收入）。账务核算方面，项目建设期间投资支出通过“存货”和“购买商品、接受劳务支付的现金”体现。

2014~2015 年，公司项目开发收入有所上涨，分别为 2.20 亿元和 2.58 亿元，2015 年收入已收回现金 0.45 亿元，剩余款项通过冲减往来款形式（其他应付款）支付。目前公司主要负责承建的项目包括蒸水南堤防洪水利综合建设项目、耒水西岸风光带和东洲岛。

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，建设工期三年。该项目于 2013 年 11 月开工，预计 2016 年 6 月底竣工。截至 2016 年 3 月底，已完成投资 6.3 亿元。

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，建设工期三年。该项目于 2013 年 12 月开工，截至 2016 年 3 月底，已完成投资 10.15 亿元。

衡阳市东洲岛水利综合治理项目，总投资 9.09 亿元，建设工期三年。该项目于 2015 年 9 月开工，截至 2016 年 3 月已投入 3.5 亿元。

表 3 截至 2016 年 3 月底主要在建基础建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	截至 2015 年底已完成投资	截至 2016 年 3 月底已完成投资	2016 年 4~12 月底计划投资	2017 年计划投资
蒸水南堤防洪水利综合建设项目	2013~2016	6.50	6.00	6.30	0.20	0.00
耒水西岸风光带	2013~2016	17.33	10.00	10.15	2.85	4.33
东洲岛	2015~2017	9.09	3.30	3.50	1.00	4.59
总计		**32.92**	**19.30**	**19.95**	**3.87**	**8.92**

资料来源：公司提供

土地开发

公司土地开发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。

土地开发收入包括土地整理收入和土地出让收入。土地整理方面，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。截至 2016 年 3 月底，金源公司已累计完成园区成片开发 7.8 平方公里，累计完成投资 59.15 亿元。土地出让方面，该业务系 2014 年度开始发生，属于非经常性业务，公司将政府注入的土地出让，按实际土地出让金确认收入，同时按账面价值结转成本。

2014~2015 年，公司土地开发收入板块分别确认收入 5.69 亿元和 5.68 亿元。其中，2014 年和 2015 年公司土地出让收入分别为 5.32 亿元和 5.68 亿元，2015 年公司土地出让为原政府注入面积为 18.33 万平方米储备用地回购（账面价值 5.16 亿元）；2014~2015 年公司土地整理收入分别为 0.37 亿元和 0.00 亿元。回款方面，2014~2015 年公司土地开发确认的收入已全部收回。2016 年 1~3 月，公司土地开发收入为 2.34 亿元，全部为土地整理收入，该项收入已实际到款。

土地储备（自购地）方面，公司本部 2015 年和 2016 年 1~3 月，公司本部分别新摘牌 6 宗和 2 宗土地，摘牌价格分别为 13.64 亿元和 2.38 亿元，合计面积分别为 701.22 亩和 124.39 亩，土地用途为商住、教学科研用地，通过“存货”和“购买商品、接受劳务支付的现金”体

现。截至 2016 年 3 月底，公司本部自主摘地金额共计 24.77 亿元。金源公司 2015 年和 2016 年 1~3 月无新摘牌土地。截至 2016 年 3 月底，金源公司账内商住土地面积合计 34.7 万平方米，入账价值为 5.93 元，公司以上土地公司用于融资或根据土地市场行情出让一部分。从土地分布来看，公司本部摘得土地均分布在衡阳市中心周边地区，位于耒水西及东洲岛等项目周边；金源公司摘得土地主要集中在松木经济开发区内。

政府注入土地方面，截至 2016 年 3 月底，公司持有政府注入土地共计 18.07 亿元，其中本部 14.4 亿元、金源公司 3.67 亿元。

安置房、工业厂房建设

安置房、工业厂房建设方面，由子公司金源公司负责安置房、标准厂房和公租房建设，其中安置房前期由公司融资建设，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。截至 2016 年 3 月底，标准厂房已投资金额为 1.96 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 2016 年 3 月底分别投入,2.39 亿元和 4.99 亿元。

3. 未来发展

未来，公司将以水利建设为主导，进一步巩固其在区域内的主导地位。同时，通过成立全资子公司，以市场化运作为手段，实现多领域、集团化发展。整体看，公司在建及拟建项目投资规模较大，存在一定的对外融资压力。

表 4 截至 2016 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

负责公司	项目名称	建设期	内容及规模	总投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资
母公司	白沙片区整体城镇化项目	2016-2019	总用地面积2275亩，建设内容包括土地集约节约利用整理、城郊骨干道路建设、安置房建设、集贸市场建设、文化广场建设等5个工程。	20.40	3.00	7.00
	横江湿地公园项目	2016-2019	总用地面积 987 公顷，建设内容包括水土保持、护坡整治、河道治理及酒店、文化创业中心、古镇文化节等。	22.00	2.00	5.00
	蒸水北堤项目	2016-2018	全长 6 公里，主要建设内容有堤防加高、防汛通道、绿化固堤及配套工程	10.66	2.00	3.00
	万福陵园项目	2016-2024	一期总占地面积 441 亩，包括规划建设 75541 个墓位、办公服务中心、停车场、广场道路等。	4.81	1.00	3.81
	衡阳市婚庆公园建设项目	2016-2018	项目总用地面积 400 亩，建设内容包括文化创意展示区、欧洲小镇步行街区、精品酒店区。	10.74	2.00	3.00
金源公司	松木经开区防灾检测及安全监管平台建设项目	2016-2018	包括企业安全生产系统、社区安全管理系统、防灾减灾系统、环境监测系统、交通管理系统等五个系统的建设和完善	1.15	0.30	0.40
	总计			**69.76**	**10.30**	**22.21**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

“14 衡水投/14 衡阳水投债”募集资金13.00亿元已全部用于项目建设，三个项目建设资金投入情况如下表所示。

表5 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	101500.00	100000.00
湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目	39864.00	89898.00	15000.00
湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目	58049.90	49922.91	15000.00
合计	**271206.85**	**181320.91**	**130000.00**

资料来源：公司提供

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年三年连审报告已经中兴财光华会计事务所（特殊普通合伙）审计并出局了标准无保留结论；2014~2015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；公司提供的2016年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至2015年底，公司拥有2家并表子公司。2013~2014年公司合并范围未发生变化，2015年8月公司出资设立了衡阳市白沙片区整体城镇化建设投资有限公司，上述子公司资产和收入规模较小，公司合并范围变化对财务报表可比性影响不大。

截至2015年底，公司合并资产总额为102.01亿元，所有者权益为51.57亿元。2015年公司实现营业收入8.41亿元、利润总额2.69亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额113.84亿元，所有者权益合计51.59亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入2.34亿元，利润总额0.03亿元。

2. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入呈快速上涨趋势，分别为4.20亿元、7.91亿元和8.41亿元。公司营业收入主要来源项目开发收入和土地开发收入。2015年，项目开发收入占30.63%，土地开发收入占比67.51%。2015年度公司营业利润率为9.47%，较2014年的12.63%有所下降，主要受土地开发毛利率下降影响。

期间费用方面，2013~2015年公司期间费用率波动中有所增长，分别为3.38%、6.69%和3.93%。2015年度期间费用为3303.47万元，同比明显下降，主要系公司将较多利息支出转入资本化利息所致。

公司利润受营业外收入影响大，主要是政府补助2.18亿元；2015年度公司利润总额为2.69亿元，同比增长19.06%。

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。2013~2015年公司总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势，2015年分别为3.07%和5.21%，公司整体盈利能力仍弱。

2016年1~3月，公司实现营业收入2.34亿元；同期，公司利润总额为0.03亿元，公司营业利润率为7.01%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，但主营业务主要为代建业务和土地开发业务，盈利能力弱，2015年公司土地开发收入全为土地出让收入，该业务持续性较差，且受当地土地市场波动影响较大。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量主要为政府回购款、与施工单位劳务结算款和与衡阳市政府所属部门的往来款。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3.26 亿元、-13.02 亿元和 8.00 亿元，其中 2015 年由负转正主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金大幅下降所致。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 6.76 亿元，主要来自子公司的土地出让收入；2015 年度，公司现金收入比为 80.38%，收入质量实现一般。同时，公司收到其他与经营活动有关现金为 12.02 亿元，同比下降 21.60%，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。2015 年度，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 5.82 亿元，同比大幅下降 72.79%，主要系子公司的园区土地开发、公司本部的工程投入大幅减少。同时，公司支付其他与经营活动有关的现金大幅减少，2015 年为 4.77 亿元，主要是支付的往来款。

投资活动方面，2013~2015 年公司投资活动产生的现金流量持续表现为净流出，金额为-0.03 亿元、-1.86 亿元和-15.10 亿元。2015 年投资活动现金净流出大幅增长主要系支付其他与投资活动有关的现金大幅增长所致，具体为子公司借给湖南森特实业投资有限公司 12.56 亿元（体现在“其他应收款”科目）和购买理财产品 2.20 亿元。

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。2015 年度公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（债务置换款），金额为 10.87 亿元和 5.28 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，分别为 7.40 亿元和 2.81 亿元；2015 年度公司筹资活动现金流量净额为 9.44 亿元，公司对外筹资规模明显减少。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.24 亿元；投资活动较少，主要为收到其他与投资活动有关的现金 2.20 亿元，系公司理财产品收回；投资活动产生现金流量净额 1.84 亿元；筹资活动产生现金流量净额为 2.90 亿元，主要系公司长期借款增加所致，考虑到公司后续在建项目投入较大，公司对外融资压力大。

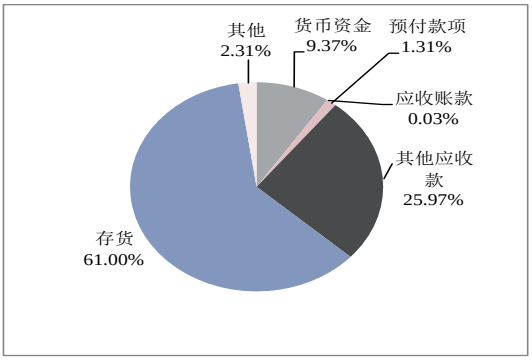
总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流受回购进度、土地出让情况及资金往来影响大，随着公司项目投资减少，公司经营活动产生的现金流由负转正；目前公司在建拟建项目规模较大，未来公司仍存在一定的对外融资压力。

4. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 31.75%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2015 年底，公司资产总额 102.01 亿元，其中流动资产占比 93.35%，占比较 2014 年底的 93.20%略微增长。

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 29.14%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长，主要系公司自主摘地引起存货大幅增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产为 95.23 亿元，同比增长 14.30%，主要系其他应收款大幅增加所致；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），其中存货比重很大。

图 1　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 42.13%。截至 2015 年底，公司货币资金合计 8.92 亿元，同比增长 35.24%，主要系公司发行 3.5 亿元“15 湘江水利 PPN001”收到现金所致。其中银行存款占 99.99%。截至 2015 年底，公司受限资金 100.00 万元，为公司存单用于质押借款。

2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 100.12%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长主要系公司往来款增加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款为 24.73 亿元，同比大幅增长 75.98%，主要为与政府部门、其他国有企业之间的往来款增加所致（占比 99.55%），导致其他应收款同比大幅增长 75.98%。从集中度看，其他应收款中前五大客户合计占 88.52%，集中度高。公司累计计提坏账准备 175.39 万元，坏账计提比例为 0.07%。

表 6　截至 2015 年底公司其他应收款中前五名情况

欠款单位	金额（万元）	占比（%）	款项性质
湖南森特实业投资有限公司	131652.52	53.19	往来款
衡阳兴安置业有限公司	33401.36	13.49	往来款
衡阳松木开发建设投资有限公司	20302.81	8.2	往来款
衡阳市国土资源局	23737.35	9.59	往来款
衡阳市国有资产监督管理委员会	10000.00	4.04	往来款
合计	**219094.05**	**88.52**	

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 12.22%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长主要系公司自主摘地所致。截至 2015 年底，公司存货为 58.09 亿元，较 2014 年底略有下降，存货科目中政府注入的土地 18.07 亿元，公司共摘得的土地 28.32 亿元，土地整理成本 5.27 亿元，其余为公司代建项目和安置房。

2013~2015 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 160.35%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长主要系子公司金源公司预付土地平整、公租房项目工程款和契税所致。截至 2015 年底，公司预付账款为 1.25 亿元，较 2014 年底快速增长，主要为公司预缴契税和万福陵园预付投资款。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 0.79 亿元，同比大幅增长，主要系公司对衡阳市矿业探矿权储备经营有限公司追加投资和对衡阳农村商业银行股份有限公司的新增投资。

截至 2015 年底，公司投资性房地产净值合计 1.96 亿元，较 2014 年增长较大，主要系公司部分标准厂房从在建工程项目转入。

截至 2015 年底，公司在建工程为 3.99 亿元，同比有所下降，主要系部分标准厂房完工转至投资性房地产所致。公司标准厂房 1.70 亿元，公租房 2.29 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 113.84 亿元，较 2015 年底增长 11.59%，主要系货币资金和存货增加所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续扩大，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，其他应收款大幅增长对公司资金形成一定占用，公司资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 16.98%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 51.57 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.82%、70.33%和 23.36%。实收资本大幅上涨主要系公司 2015 年根据股东决定，由资本公积转增资本 2.20 亿元；资本公积占比较高，截至 2015 年底为 36.27 亿元，较 2014 年底略有增长，主要系公司收到财政拨款 3.00 亿元计入资本公积，同时，资本公积转增股本 2.20 亿元。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 2016 年 3 月底，公司所有者权益 51.59 亿元，较 2015 年底略微增加，主要系 2016 年

1~3 月公司未分配利润增加。总体来看，跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。

负债

2013~2015 年，公司负债合计快速增长，年均复合增长 54.66%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长主要系公司成功发行 13 亿元“14 衡阳水投债”和其他应付款中往来款增长所致。截至 2015 年底，公司负债合计 50.44 亿元，其中流动负债占 26.55%，非流动负债占 73.45%，公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 43.01%。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增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债为 13.39 亿元，主要为应付账款（占比 7.89%）、其他应付款（占比 63.18%）及一年内到期的非流动负债（占比 23.56%）。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 1232.64%。其中 2014 年底较 2013 年底大幅增长主要系土地款大幅增加所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 1.06 亿元，同比大幅下降，主要包括应付湖南省中欣建筑工程有限公司、湖南省衡洲建设有限公司等工程款。

2013~2015 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 13.94%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 8.46 亿元，较 2014 年度大幅下降，系公司往来款的减少，目前主要为应付衡阳松木经开区财政局 2.91 亿元、衡阳市财政局 2.72 亿元、衡阳市金源街道农民安置房项目建设协调指挥部 1.12 亿元。从账龄结构来看，1 年内其他应付占 32.88%，1-2 年其他应付占 65.63%，账龄分布集中。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.16 亿元，全部为一年内到期的长期借款，上述借款全为抵押借款。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 59.64%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 37.05 亿元，同比增长 37.05%，主要受公司 2015 年长期债务增加所致。截至 2015 年底，公司长期借款 15.40 亿元，同比增长 24.21%；同时，公司应付债券 16.39 亿元，较上年增加 3.51 亿元，系公司于 2015 年 10 月发行的三年期非公开定向债务融资工具 3.5 亿元“15 湘江水利 PPN001”；截至 2015 年底，公司长期应付款 5.27 亿元，系地方政府债券置换，由公司进行还本付息，该项欠款已计入有息债务核算。

2013~2015 年，公司全部债务分别为 14.54 亿元、27.96 亿元和 40.20 亿元。公司有息债务主要为长期债务，截至 2015 年底，长期债务为 37.05 亿元，占全部债务的 92.15%。

从债务指标情况来看，随着公司债务规模快速增加，2013~2015 年，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均有上涨趋势，截至 2015 年底，分别为 49.45%、41.81%和 43.81%，公司债务负担持续加重。

截至2016年3月底，公司负债合计62.24亿元，较2015年底增长23.39%，主要受长期借款和其他应付款增加影响。截至2016年3月底，公司有息债务合计43.21亿元，较2015年底增长7.48%，主要系长期借款增加所致。截至2016年3月底，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均较2015年底均有所上涨，分别为54.68%、43.70%和45.58%。

总体看，跟踪期内，公司债务水平持续上升，但债务负担尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年底，公司流动比率和速动比率有所波动，截至2015年底分别为711.00%和277.28%，同比上升276.83和160.03个百分点；2013~2015年公司经营现金流动负债比分别为-49.74%、-67.86%和59.71%，波动较大。考虑到2015年底公司短期债务规模小，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2013~2015年，公司EBITDA值有所上涨，2015年为2.94亿元；公司

全部债务/EBITDA由2014年的10.13倍增至2015年的13.67倍，公司长期偿债指标一般，考虑到政府支持力度和公司持有土地规模较大，公司整体偿债能力较好。

2015年，公司经营活动现金流入量为“14衡水投/14衡阳水投债”的1.44倍，经营活动现金流净额为“14衡水投/14衡阳水投债”的0.62倍，EBITDA为“14衡水投/14衡阳水投债”的0.23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7.22倍，经营活动现金流净额为该偿还金额的3.08倍，EBITDA为该偿还金额的1.13倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“14衡水投/14衡阳水投债”本金覆盖程度一般，经营活动现金净流量和EBITDA对“14衡水投/14衡阳水投债”本金覆盖程度偏弱，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”的保障能力较好。

截至2016年3月底，公司对外担保余额为7.20亿元，系公司对衡阳市交通建设投资有限公司、衡阳市白沙洲开发建设投资有限公司和衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司借款提供给的担保，担保比率为13.96%，考虑到被担保对象均为衡阳市内的政府投融资主体和国有企业，且经营状况良好，公司或有负债风险相对较低。

表7　截至2016年3月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保期限
衡阳市交通建设投资有限公司	35000.00	2014.11-2017.11
衡阳市白沙洲开发建设投资有限公司	20000.00	2015.11-2018.11
衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司	10000.00	2015.2-2022.8
	7000.00	2015.2-2022.8
合计	**72000.00**	--

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司共获得银行综合授信总额33.73亿元，未使用额度4.38亿元。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2016年6月2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。

十、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2016年4月20日完成2015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.“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 8　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

截至 2015 年底，原预计 2015 年出让土地尚未出让，联合资信将密切关注后续土地出让情况。

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，2015 年度约定到位的 2300 万元已实际到位。

表 9　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；基年的评估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 10　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

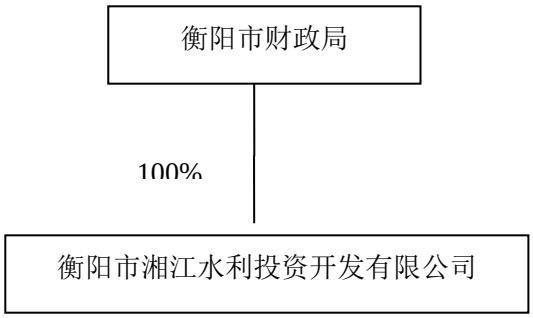
截至 2015 年底，原计划于 2015 年出让土地尚未出让，联合资信将密切关注后续土地出让情况。

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，其中耒水西岸风光带和安置房项目涉及还本付息出让的土地于 2015 年未出让，同时，由于土地市场受宏观调控的影响较大，未来该土地出让存在一定的不确定性，联合资信将密切关注募投项目后续土地出让情况。

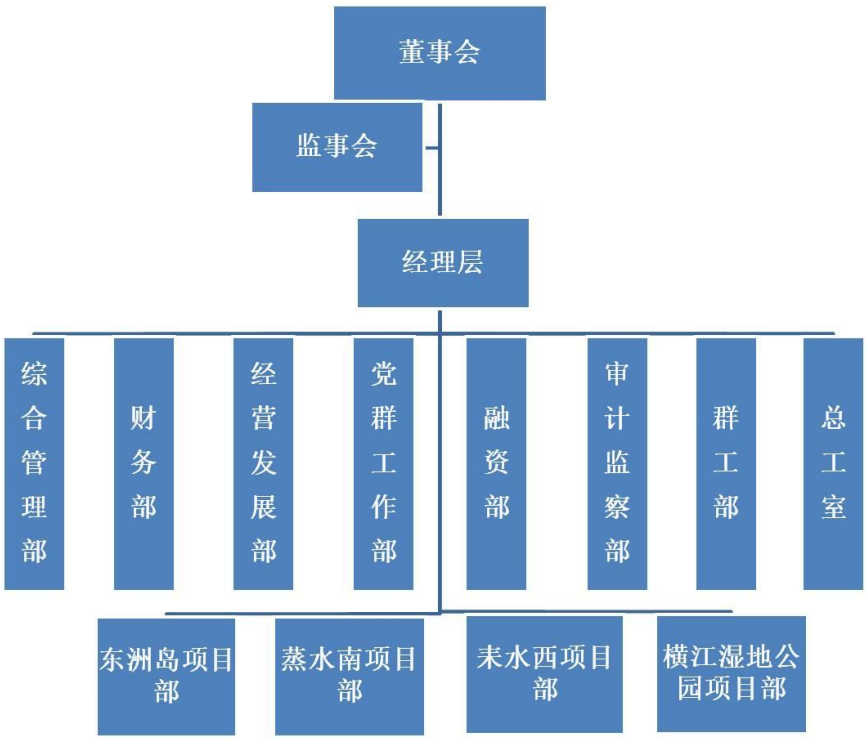
十一、结论

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 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



注：公司共设 9 个职能部门，其中东洲岛项目部、蒸水南项目部、耒水西项目部和横江湿地公园项目部统称项目部。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.42	6.60	8.91	13.43
资产总额(亿元)	58.77	89.40	102.01	113.84
所有者权益(亿元)	37.68	44.94	51.57	51.59
短期债务(亿元)	0.00	2.69	3.16	3.16
长期债务(亿元)	14.54	25.27	37.05	40.05
全部债务(亿元)	14.54	27.96	40.20	43.21
营业收入(亿元)	4.20	7.91	8.41	2.34
利润总额(亿元)	2.23	2.26	2.69	0.03
EBITDA(亿元)	2.32	2.76	2.94	--
经营性净现金流(亿元)	-3.26	-13.02	8.00	-0.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.91	78.98	656.02	--
存货周转次数(次)	0.09	0.13	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.11	0.09	--
现金收入比(%)	105.95	102.53	80.38	103.57
营业利润率(%)	8.60	12.63	9.47	7.01
总资本收益率(%)	4.28	3.66	3.07	--
净资产收益率(%)	5.93	5.03	5.21	--
长期债务资本化比率(%)	27.84	35.99	41.81	43.70
全部债务资本化比率(%)	27.84	38.36	43.81	45.58
资产负债率(%)	35.88	49.73	49.45	54.68
流动比率(%)	871.97	434.17	711.00	481.04
速动比率(%)	167.64	117.25	277.28	180.06
经营现金流动负债比(%)	-49.74	-67.86	59.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	10.13	13.67	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款已计入长期债务和全部债务；3.现金类资产中已扣除受限资金。

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）/（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，主体长期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。