

跟踪评级公告

联合[2017] 923 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“PR衡水投/14衡阳水投债”和“16衡阳水投MTN001”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
PR 衡水投/14 衡阳水投债	10.40 亿元	2014/4/23	7 年	AA	AA
16 衡阳水投 MTN001	7.00 亿元	2016/12/7	5 年	AA	AA

评级时间: 2017 年 6 月 19 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.60	8.92	19.57	16.14
资产总额(亿元)	89.40	102.01	134.12	134.48
所有者权益合计(亿元)	44.94	51.57	53.23	53.25
短期债务(亿元)	2.69	3.16	3.09	2.89
长期债务(亿元)	25.27	31.78	43.37	43.37
全部债务(亿元)	27.96	34.94	46.45	46.26
调整后全部债务(亿元)	27.96	40.20	54.22	54.02
营业收入(亿元)	7.91	8.41	8.33	2.07
利润总额(亿元)	2.26	2.69	2.03	0.02
EBITDA(亿元)	2.76	2.94	2.60	--
经营性净现金流(亿元)	-13.02	8.00	-2.01	-2.76
营业利润率(%)	12.63	9.47	4.65	8.23
净资产收益率(%)	5.03	5.21	3.80	--
资产负债率(%)	49.73	49.45	60.31	60.40
全部债务资本化比率(%)	38.36	40.39	46.60	46.49
调整后全部债务资本化比率(%)	38.36	43.81	50.46	50.36
流动比率(%)	434.17	711.00	423.36	419.48
经营现金流流动负债比(%)	-67.86	59.71	-6.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	11.88	17.83	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.13	13.67	20.82	--

注: 1. 2017 年一季度财务数据未经审计; 2. 调整后长期债务=长期债务+长期应付款。

分析师

陈 茜 黄海伦 兰 迪

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, 衡阳市和松木经济开发区财政实力不断增强; 公司在财政补贴等方面获得衡阳市政府大力支持, 公司资产总额进一步增长。同时联合资信评估有限公司(以下简称“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。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主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 维持“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内, 衡阳市经济和松木经济开发区财政收入持续增长, 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方面的大力支持。
3. “PR 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. 公司资产以存货为主, 资产变现能力较弱。
2. 公司债务规模快速增长; 同时受业务模式影响, 公司整体盈利能力较弱。
3. 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尚未出让, 联合资信将密切关注后续募投项目配置地出让情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由衡阳市湘江水利投资开发有限公司（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。

衡阳市湘江水利投资开发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

跟踪期内，衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）股东发生变化，2017年3月，根据衡政函【2016】11号文，公司股东由衡阳市财政局变更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”），上述事项已于2017年4月完成工商变更手续并修订章程出资人信息。目前，公司注册资本为3.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司经营范围变更为：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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2017年3月底，公司下设融资部、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（见附件1-2），拥

有3家全资子公司。公司本部员工总数66人。

截至2016年底，公司合并资产总额134.12亿元，所有者权益合计53.23亿元。2016年，公司实现营业收入8.33亿元，利润总额2.03亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额134.48亿元，所有者权益合计53.25亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入2.07亿元，利润总额0.02亿元。

公司注册地址：湖南省衡阳市高新区风顺路10号；法定代表人：唐夏元。

三、债券概况与募集资金使用情况

“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投 MTN001”发行规模共计20.00亿元，其中“PR 衡水投/14 衡阳水投债”全部用于项目建设，“16 衡阳水投 MTN001”用于项目建设和偿还银行贷款。目前，公司尚需偿还“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投 MTN001”两期债券本金合计17.40亿元。跟踪期内，公司已按期支付债券利息，并于2017年4月23日偿还“PR 衡水投/14 衡阳水投债”分期本金2.60亿元。公司既往还本付息情况良好。

表1 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
PR 衡水投/14 衡阳水投债	13.00	2014/4/23	7年	10.40	固定利率，按年付息，存续期内第3年至第7年末每年偿还本金的20%
16 衡阳水投 MTN001	7.00	2016/12/7	5年	7.00	固定利率，按年付息，到期一次性兑付本金
合计	20.00	--	--	17.40	--

资料来源：联合资信整理

截至2017年3月底，公司存续债券“PR 衡水投/14 衡阳水投债”募集资金已全部使用完毕；“16 衡阳水投 MTN001”募投项目已使用

募集资金0.40亿元。两期债券募投项目进展情况如下：

表 2 截至 2017 年 3 月底公司存续债券募投项目进展概况（单位：亿元）

债券名称	募投项目	总投资	已完成投资	已使用募集资金	项目进度
PR 衡水投/14 衡水水投债	衡水西岸风光带	17.33	13.45	10.00	项目整体完工量约为 68%
	湖南衡阳松木工业园区公共租赁住房建设项目	3.99	3.45	1.50	已完成征地拆迁和土地平整工作，建成公租房约 147,000 平方米，占工程总量的 72%
	湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目	5.80	5.40	1.50	已完成征地拆迁和土地平整工作，建成安置房 310,000 平方米，占工程总量的 74%
16 衡水水投 MTN001	衡阳婚庆基地	10.74	0.60	0.40	正在进行土地拆迁工作，项目整体完工量约为 10%
合计		37.86	21.95	13.40	--

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，固定资产投资稳中趋稳，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。

固定资产投资稳中趋稳，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融资政策环境。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，随着融资平台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. 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。全市常住人口733.75万,居全省第2位。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2016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)2853.02亿元,按可比价格计算,增长7.9%。按常住人口计算,人均地区生产总值39020元,增长8.0%。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%,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、三产业对全市经济增长贡献率分别为6.8%、36.4%和56.8%。

2016年,全市固定资产投资(不含农户)2282.18亿元,增长13.8%。其中,城镇和非农户固定资产投资2131.34亿元,增长14.3%;国有投资860.80亿元,增长37.1%。年内新开工项目个数3404个,增长6.9%。

2016年,全市工业固定资产投资813.25亿元,增长1.6%。其中,工业技术改造投资413.05亿元,下降21.9%,工业投资占固定资产投资的比重为35.6%;制造业投资681.07亿元,下降3.5%;电力、燃气及水的生产供应业投资75.63亿元,增长66.2%;全市基础设施投资585.24亿元,增长33.4%。其中,交通运输、水利设施、民生、卫生和社会工作投资分别增长34.6%、34.0%、72.7%、42.7%。全市2016年施工项目共有4170个,本年投产项目3112个。亿元以上项目468个,完成投资751.50亿元,占全部投资的比重为32.9%。民间投资1324.13亿元,下降2.4%。全市房地产投资完成150.84亿元,增长7.1%。商品房销售面积506.83万平方米,增长35.0%。

5. 衡阳市财政收入

根据《衡阳市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2016年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%。一般公共预算支出541.36亿元,增长10.0%。

2016年衡阳市本级地方综合财力309.40亿元,同比下降2.36%。截至2016年底,衡阳市本级财政中一般公共预算收入占39.69%,转移支付和税收返还收入占24.52%,国有土地使用权出让收入占34.51%。

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%),较上年底债务余额(224.65亿元)下降1.26%,债务率为71.69%,较上年略有增加(2015年为70.89%)。衡阳市地方政府债务水平较高。

跟踪期内,衡阳市本级财政收入略有下降,地方政府债务水平较高。

表 3 截至 2016 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 2016 年 12 月 31 日）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	2174722.76	（一）地方一般预算本级收入	1227878
1、外国政府贷款		1、税收收入	507903
2、国际金融组织贷款	19167.75	2、非税收入	719975
（1）世界银行贷款	6.51	（二）转移支付和税收返还收入	758768
（2）亚洲开发银行贷款	8473.59	1、一般性转移支付收入	387062
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	279015
（4）其他国际金融组织贷款	10687.65	3、税收返还收入	92691
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	1067709
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	1039257
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	23818
6、国内金融机构借款	165289.54	3、农业土地开发资金	4634
（1）政府直接借款	28689.54	4、新增建设用土地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	136600	（四）预算外财政专户收入	39667
7、债券融资	1977158		
（1）中央代发地方政府债券	1836075		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	141083		
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		
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			
（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	74388		
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	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	3094022
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

6. 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，松木工业园区于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。

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。松木经开区现有入园企业88家，其中高新技术企业8家，上市公司4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。

截至2017年3月底，松木经开区已累计完成基础设施投资90.36亿元，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44.7公里，70万平方米的标准厂房、5.8万平方米的廉租房和24.7万平方米的公租房和19万平方米的安置房，污水处理厂及片区污水干管建设6.5公里。成片开发11.4平方公里，工业项目完成投资48.1亿元，2016年，松木经开区新开工建设工业项目10个，新竣工投产工业项目10个，新增规模以上工业企业6个，道路建设、“三房”建设快速推进，拆迁房屋19.2万平方米。2016年，松木经开区财政收入快速增长，财政总收入8.9亿元，同比增长11.1%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

2017年3月，根据衡政函【2016】11号文，公司股东由衡阳市财政局变更为衡阳市国资委，上述事项已于2017年4月完成工商变更手续。截至目前，公司注册资本3.00亿元，衡阳市国资委持有公司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2017年3月底，公司本部共有在职人员67人，具有本科及以上学历的占58.2%，大专以上学历的占34.3%，高中及中专学历的占7.5%；从年龄结构看，30岁以下人员占43.3%，30~50岁的占49.2%，50岁以上的占7.5%。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

跟踪期内，公司员工整体素质较高，年龄

结构合理，能满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

2016年，根据衡阳市财政局《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》，公司收到财政补贴2.00亿元。衡阳市松木财政局拨付金源公司基础设施建设及其他补贴2988.00万元。

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

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430401001328101），截至2017年5月24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。

七、管理分析

跟踪期内，公司章程中出资人已修订为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会，其他管理制度等方面未发生重大变化。公司管理体制完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

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，主要包括受托代建业务（水利工程业务）和土地开发业务。2016年，公司营业收入略有下降，为8.33亿元；其中，受托代建收入同比大幅增长，在当年营业收入占比增至99.16%，其他业务收入规模较小，主要为墓地服务（2016年新增业务）和租金收入，受招商引资使得租金收入下降影响，2016年，公司其他业务收入较上年快速下降。

2016年，公司营业收入综合毛利率4.92%，同比下降4.74个百分点。公司受托代建收入毛利率5.93%，较上年有所下降，主要系竣工项目收入已确定但项目实际成本较预算值调增所

致；受租金收入下降但相关营业成本变化不大影响，其他业务毛利率由正转负，为-123.49%。

2017年1~3月，公司营业收入2.07亿元，主要来源于受托代建收入，占营业收入的

98.55%。同期，营业收入综合毛利率8.21%，较2016年有所增长。

表4 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2015年			2016年			2017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
受托代建收入	2.58	30.63	10.06	8.26	99.16	5.93	2.04	98.55	7.84
土地开发收入	5.68	67.51	9.09	--	--	--	--	--	--
其他	0.16	1.86	23.95	0.07	0.84	-123.49	0.03	1.45	33.33
合计	8.41	100.00	9.66	8.33	100.00	4.92	2.07	100.00	8.21

注：各业务收入总和与合计数存在误差系四舍五入造成。

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

水利工程业务

公司水利工程业务经营主体为公司本部。公司与衡阳市财政局签订委托代建协议，项目建设资金通过公司自有资金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）。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。

2016年，公司受托代建收入8.26亿元，同比大幅增长220.61%，主要为对耒水西岸风光带部分项目确认的收入，当年收入已全额收回现金。2016年，公司主要在建项目新增白沙片区整体城镇化建设项目一期、万福陵园项目一期、横江湿地公园项目和松木经开区防灾检测及安全监管平台建设项目，具体项目情况如下：

表5 截至2017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2016年底已完成投资	截至2017年3月底已完成投资	2017年4~12月底计划投资	2018年计划投资
蒸水南堤防洪水利综合建设项目	2013~2016	6.50	6.50	6.50	--	--
耒水西岸风光带	2013~2016	17.33	12.85	13.45	1.55	2.33
东洲岛	2015~2017	9.09	4.52	5.55	1.95	1.59
白沙片区整体城镇化建设项目一期	2016-2019	20.40	3.50	6.50	4.50	5.50
万福陵园项目一期	2016-2018	4.81	1.92	1.97	1.50	1.34
横江湿地公园项目	2016-2019	22.00	0.50	0.65	5.00	8.00
松木经开区防灾检测及安全监管平台建设项目	2016-2018	1.15	0.40	0.45	0.35	0.35
湖南衡阳松木工业园区公共租赁住房建设项目	2014-2017	3.99	3.42	3.45	0.54	--
湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目	2014-2017	5.80	5.34	5.40	0.40	--
标准厂房	2015-2018	4.50	1.85	2.15	1.35	1.00
总计		95.57	40.8	46.07	17.14	20.11

资料来源：公司提供

土地开发

公司土地开发业务经营主体为下属子公司金源公司。金源公司为湖南衡阳松木经开区开发建设主体，主要负责园区土地开发、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。公司土地整理根据与松木区财政局签订的委托代建协议进行，项目建设资金通过公司自有资金30%和银行借款70%解决，公司在土地整理完毕并结算后确认收入，并按项目总

投资的 10%计提代建管理费。截至 2017 年 3 月底，金源公司已累计完成园区成片开发 8.9 平方公里，累计完成投资 65.06 亿元。公司土地出让业务系 2014 年度开始发生，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，受土地市场行情影响存在一定不确定性。

2016 年和 2017 年 1~3 月，由于公司无完工土地整理项目同时无土地出让（考虑到市场行情无出让计划），该板块无收入，2016 年公司土地整理投资额 0.60 亿元。

土地储备（自购地）方面，公司本部 2016 年新摘牌 10 宗，摘牌价格合计 20.14 亿元，合计面积 1010.71 亩，土地用途为商住、商服用地，通过“存货”和“购买商品、接受劳务支付的现金”体现。截至 2017 年 3 月底，公司本部自主摘地金额共计 44.59 亿元。金源公司 2016 年~2017 年 3 月无新摘牌土地，截至 2017 年 3 月底，金源公司账内商住土地面积合计 34.70 万平方米，入账价值 5.93 亿元，以上土地将被公司用于融资或根据土地市场行情出让实现现金回流。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在建项目周边；金源公司摘得土地主要集中在松木经开区内。

政府注入土地方面，截至 2017 年 3 月底，公司持有政府注入土地（出让用地）账面价值共计 18.07 亿元，其中本部 14.40 亿元、金源公司 3.67 亿元。

安置房、工业厂房建设

子公司金源公司负责安置房、标准厂房和公租房建设，其中安置房前期投资由公司自筹，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，公司将前期投入款项计入“存货”科目。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，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。

金源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和农民安置房建设项目。截至 2017 年 3 月底，标准厂房已投资金额 2.15 亿元（反映在“在建工程”科目），包括创业孵化基地 10.5 万平方米标准厂房及配套设施和 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，未来公司将通过出租和出售的方式收回投资。湖南衡阳松木工业园区公共租赁房和农民安置房建设系“PR 衡水投/14 衡阳水投债”的募投项目，截至 2017 年 3 月底，已分别投入 3.45 亿元和 5.40 亿元，其中湖南衡阳松木工业园区公共租赁房通过政府回购收回投资，农民安置房建设通过出让周边建设用地将受益作为建设费用补偿。

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。公司在建及拟建项目投资规模较大，存在一定对外融资压力。

表 6 截至 2017 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	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
母公司	衡阳婚庆基地	2017-2019	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	3.00	3.50	4.24
	蒸水北堤项目	2017-2019	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	10.61	2.00	4.00	4.61
	总计			21.35	5.00	7.50	8.85

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2016 年公司合并范围有所变化，通过收购方式新增衡阳市万福陵园开发有限公司，考虑到新增子公司规模较小，对财务可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 134.12 亿元，所有者权益 53.23 亿元。2016 年公司实现营业收入 8.33 亿元、利润总额 2.03 亿元。

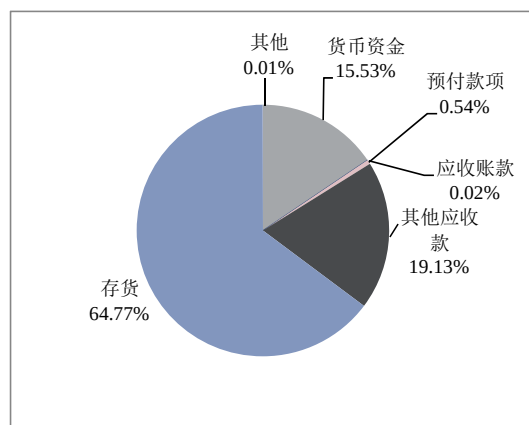
截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 134.48 亿元，所有者权益合计 53.25 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.07 亿元，利润总额 0.02 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 134.12 亿元，其中流动资产占比 93.93%，较上年略微增长。

截至 2016 年底，公司流动资产 125.98 亿元，同比增长 32.29%，主要系货币资金和存货大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 15.53%）、其他应收款（占 19.13%）和存货（占 64.77%）构成。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

截至 2016 年底，公司货币资金 19.57 亿元，

同比增长 119.27%，主要系公司成功发行中票“16 衡阳水投 MTN001”以及贷款增加所致。其中绝大部分为银行存款（占 99.99%）。无使用受限资金。

截至 2016 年底，公司其他应收款 24.10 亿元，同比下降 2.58%，主要为与政府部门、其他国有企业之间往来款。其他应收款中前五大客户合计占 82.51%，集中度高。公司其他应收款中账龄在 1 年内的占 3.85%，1~2 年的占 69.52%，2~3 年的占 23.05%，3 年以上的占 3.58%，累计计提坏账准备 320.83 万元，坏账计提比例 0.13%。

表 7 截至 2016 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	108602.46	45.01	往来款
衡阳兴安置业有限公司	25253.75	10.47	往来款
衡阳市土地储备中心	23737.35	9.84	往来款
衡阳松木开发建设投资有限公司	21205.85	8.79	往来款
衡阳松木工业园区管理委员会	20302.73	8.41	往来款
合计	199102.14	82.51	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货 81.60 亿元，同比增长 40.46%，主要系公司项目持续投入以及新摘牌土地所致。存货中政府注入土地 18.07 亿元，公司累计共摘得土地 48.52 亿元，土地整理成本 5.88 亿元，其余为公司代建项目和安置房。公司存货中用于借款抵押的土地 21.47 亿元，抵押比率较高。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 1.86 亿元，同比下降 5.46%，主要系标准厂房和公租房正常折旧所致。

截至 2016 年底，公司在建工程 5.27 亿元，同比增长 32.06%，主要系公租房投入增加所致。公司标准厂房 1.85 亿元，公租房 3.42 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 134.48 亿元，公司资产结构较去年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司货币资金 16.14 亿元，同比下降 17.51%，主要系支付工程款所致，货币

资金无使用受限。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，流动资产占比大且主要为土地资产，资产变现能力较弱，其他应收款占比较大，对公司资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 53.23 亿元，同比增长 3.22%，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.64%、68.13% 和 25.36%，所有者权益结构变化不大。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 53.25 亿元，较 2016 年底略微增加，主要来自未分配利润的增加。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 80.89 亿元，其中，流动负债占 36.78%，非流动负债占 63.22%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 29.76 亿元，主要为其他应付款（占 83.73%）和一年内到期的非流动负债（占 10.37%）。

截至 2016 年底，公司其他应付款 24.92 亿元，同比大幅增长 194.45%，主要系公司与衡阳市财政局、衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司往来款大幅增加所致。其他应付款中 1 年内占 82.10%，1-2 年占 0.11%，2-3 年占 17.33%，3 年以上占 0.45%，账龄分布集中。

表 8 截至 2016 年底公司其他应付款中前五名情况

欠款单位	金额 (万元)	占比 (%)	款项性质
衡阳市财政局	114826.74	46.09	往来款
衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司	74204.71	29.78	往来款
衡阳市松木工业工业园区财政局	34822.98	13.98	往来款
市石鼓区金源街道农民安置房项目建设	14172.05	5.69	往来款
衡阳市行政事业经营有限公司	4899.00	1.97	往来款
合计	242925.48	97.50	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.09 亿元，全部为一年内到期的长期借款，全部为抵押借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债 51.14 亿元，同比增长 38.03%。公司长期借款 19.98 亿元，同比增长 29.78%；应付债券 23.39 亿元，较上年底增加 7.00 亿元，系公司于 2016 年 12 月成功发行的 5 年期中期票据“16 衡阳水投 MTN001”；长期应付款 7.77 亿元，同比增长 47.46%，主要包括应付地方政府置换债券、中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司专项建设基金股权投资款。

截至 2016 年底，公司全部债务 46.45 亿元。公司有息债务主要为长期债务，占 93.36%。随着公司债务规模快速增长，截至 2016 年底，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所上升，分别为 60.31%、44.90% 和 46.60%，公司债务负担持续加重。若将长期应付款中有息债务纳入核算，截至 2016 年底，公司调整后全部债务 54.22 亿元，调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 49.00% 和 50.46%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 81.23 亿元，较 2016 年底略有增长，公司负债结构变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 46.26 亿元，较 2016 年下降 0.43%，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 2016 年底变化不大，分别为 60.40%、44.89% 和 46.49%。若将长期应付款中有息债务纳入核算，截至 2017 年 3 月底，公司调整后长期债务资本化率和全部债务资本化率分别为 48.99% 和 50.36%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担持续加重。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入 8.33 亿元，同比下降 1.03%，主要来源于受托代建收入。2016 年，公司营业利润率 4.65%，较 2015 年下降 4.83 个百分点。

2016年,受财务费用和管理费用大幅增长影响,公司期间费用率有所增长,为6.63%。其中财务费用大幅增加主要系公司有息债务快速增加所致,管理费用快速增加主要系员工薪酬支出增加所致。

2016年,公司营业外收入2.30亿元,全部为政府补贴,政府补贴较稳定;同期,公司实现利润总额2.03亿元,同比下降24.34%。

受净利润下降影响,公司整体盈利指标有所降低,2016年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为2.29%和3.80%,较上年分别下降0.78个百分点和1.42个百分点。

2017年1~3月,公司实现营业收入2.07亿元;同期,公司利润总额为0.02亿元,公司营业利润率8.23%。

总体看,跟踪期内,公司收入和利润水平均有所下降,营业收入主要为受托代建业务,盈利能力弱,政府补贴对公司利润有较大支撑。

4. 现金流

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。2016年,公司经营活动产生的现金流量净额-2.01亿元,由正转负,主要系公司新摘牌土地以及支付项目工程款使得购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。2016年,公司销售商品、提供劳务收到的现金8.35亿元,主要为公司受托代建业务收到的现金;公司收到其他与经营活动有关现金24.35亿元,同比大幅增长102.63%,主要是收到的政府补助和往来款项。支付其他与经营活动有关的现金5.31亿元,主要是支付的往来款。2016年,公司现金收入比100.29%,较上年增加19.91个百分点,收现质量实现较好。

2016年,公司投资活动较少,主要为收到其他与投资活动有关的现金2.20亿元,系公司收回银行理财产品本金;公司构建固定资产、无形资产等支付的现金0.44亿元,为公租房建设;投资支付的现金0.68亿元,主要是购买子

公司衡阳市万福陵园开发有限公司。2016年公司投资活动产生的现金流量净额1.08亿元,由负转正。

随着公司建设项目不断推进,公司对外融资需求较大。2016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(为债务置换款和发行中期票据收到的现金),为9.28亿元和8.90亿元;筹资活动现金流出主要为偿还债务本息;2016年度公司筹资活动现金流量净额11.57亿元,同比增长22.64%。

2017年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额-2.76亿元,主要系支付项目工程款金额较大所致(反应在“购买商品、接受劳务支付的现金”);公司投资活动较少,主要为公租房建设持续投入;筹资活动产生现金流量净额-0.30亿元,主要为公司偿还债务本息。

总体看,跟踪期内,公司经营活动现金流受新摘牌土地和支付工程款金额较大影响由正转负。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。

5. 偿债能力

截至2016年底,公司流动比率和速动比率均有所下降,分别为423.36%和149.14%,同比分别下降287.64和128.14个百分点;2016年,受经营性产生的现金流量净额为负影响,公司经营现金流动负债为-6.75%。考虑到2016年底公司短期债务规模小且公司货币资金充裕,短期偿债能力尚可。

2016年,公司EBITDA值有所上涨,为2.60亿元;受公司债务规模快速增长影响,调整后全部债务/EBITDA增至20.82倍,公司长期偿债指标较差。

截至2017年3月底,公司共获得银行授信42.13亿元,未使用额度13.38亿元。公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

6. 对外担保

截至2017年3月底，公司对外担保金额7.10亿元，系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担保，担保比率为13.34%，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9 截至2017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	16000.00	2016.12-2022.3
合计	71000.00	--

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力分析

公司存续期内待偿还债券余额17.40亿元，将于2021年达到兑付峰值9.60亿元。2016年，公司经营活动现金流入量为待偿还债券余额的1.88倍，为兑付峰值的3.41倍；公司EBITDA为待偿还债券余额的0.15倍，为兑付峰值的0.27倍。公司经营现金流入量对待偿还债券兑付峰值保障能力尚可。

2017年，公司需偿还“PR 衡水投/14 衡阳水投债”分期本金2.60亿元。2016年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为2017年待偿还本金的12.58倍和-0.77倍。截至2017年3月底，公司现金类资产16.14亿元，为2017年待偿还本金的6.21倍。总体看，公司经营现金流入量及现金类资产对2017年待偿还本金保障能力较强。

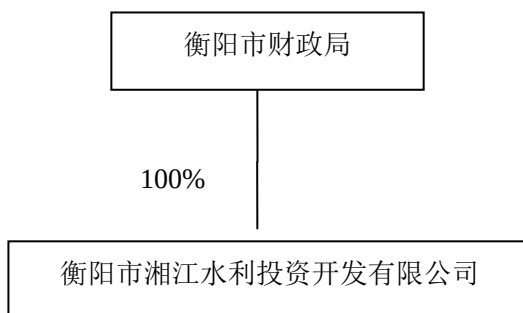
2017年，“PR 衡水投/14 衡阳水投债”募投项目中仅湖南衡阳松木工业园区公共租赁住房建设项目按原定计划政府如期回购，2016年约定到位2300.00万已实际到账。湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目和耒水西岸

风光带项目均通过出让项目周边建设用地将收益全部拨付给公司方式作为建设费用补偿，截至2016年底，原计划于2015~2016年出让的土地尚未出让，未达到预期，联合资信将密切关注后续土地出让情况。

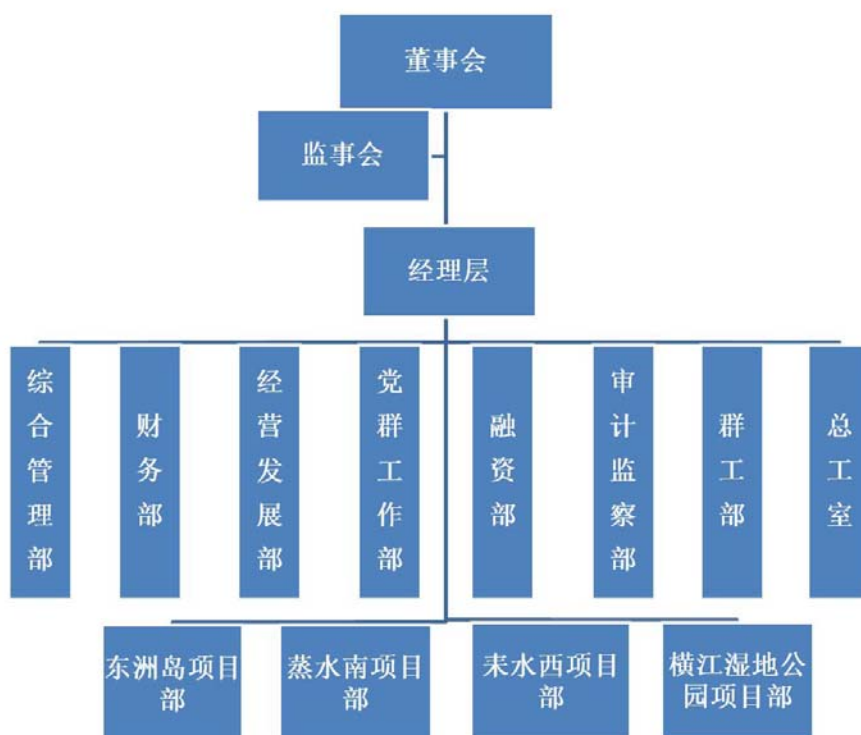
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投MTN001”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



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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.60	8.92	19.57	16.14
资产总额(亿元)	89.40	102.01	134.12	134.48
所有者权益(亿元)	44.94	51.57	53.23	53.25
短期债务(亿元)	2.69	3.16	3.09	2.89
长期债务(亿元)	25.27	31.78	43.37	43.37
调整后长期债务(亿元)	25.27	37.05	51.14	51.14
全部债务(亿元)	27.96	34.94	46.45	46.26
调整后全部债务(亿元)	27.96	40.20	54.22	54.02
营业收入(亿元)	7.91	8.41	8.33	2.07
利润总额(亿元)	2.26	2.69	2.03	0.02
EBITDA(亿元)	2.76	2.94	2.60	--
经营性净现金流(亿元)	-13.02	8.00	-2.01	-2.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	78.98	656.02	333.39	--
存货周转次数(次)	0.13	0.13	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.07	--
现金收入比(%)	102.53	80.38	100.29	95.07
营业利润率(%)	12.63	9.47	4.65	8.23
总资本收益率(%)	3.66	3.26	2.47	--
调整后总资本收益率(%)	3.66	3.07	2.29	--
净资产收益率(%)	5.03	5.21	3.80	--
长期债务资本化比率(%)	35.99	38.13	44.90	44.89
调整后长期债务资本化比率(%)	35.99	41.81	49.00	48.99
全部债务资本化比率(%)	38.36	40.39	46.60	46.49
调整后全部债务资本化比率(%)	38.36	43.81	50.46	50.36
资产负债率(%)	49.73	49.45	60.31	60.40
流动比率(%)	434.17	711.00	423.36	419.48
速动比率(%)	117.25	277.28	149.14	140.55
经营现金流动负债比(%)	-67.86	59.71	-6.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	11.88	17.83	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.13	13.67	20.82	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；2.调整后长期债务=长期债务+长期应付款。

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
 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 4-1 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。