信用等级公告

联合[2018] 1184 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市湘江水利投资开发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，确定维持衡阳市湘江水利投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投 MTN001”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

二零一八年六月二十二日

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

衡阳市湘江水利投资开发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
PR 衡水投/14 衡阳水投债	7.80 亿元	2021/04/23	AA	AA
16 衡阳水投 MTN001	7.00 亿元	2021/12/07	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 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	8.92	19.57	20.11	21.09
资产总额(亿元)	102.01	134.12	138.19	142.81
所有者权益合计(亿元)	51.57	53.23	61.19	61.21
短期债务（亿元）	3.16	3.09	6.65	6.65
长期债务(亿元)	31.78	43.37	38.68	38.68
全部债务(亿元)	34.94	46.45	45.33	45.33
营业收入(亿元)	8.41	8.33	9.51	0.80
利润总额(亿元)	2.69	2.03	2.12	0.02
EBITDA(亿元)	2.94	2.60	4.31	--
经营性净现金流(亿元)	8.00	-2.01	-5.45	-1.72
营业利润率(%)	9.47	4.65	8.23	12.41
净资产收益率(%)	5.21	3.80	3.44	--
资产负债率(%)	49.45	60.31	55.72	57.14
全部债务资本化比率(%)	40.39	46.60	42.56	42.55
流动比率(%)	711.00	423.36	669.23	689.89
经营现金流动负债比(%)	59.71	-6.75	-28.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.88	17.83	10.51	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

竺文彬　黄海伦　张 铖

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，衡阳市经济持续增长，松木经济开发区建设有序推进；公司在财政补贴方面持续获得股东的有力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司存货和其他应收款占比较大、资产流动性较弱、有息债务规模持续扩张、收入实现质量变差等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。未来随着公司代建项目的逐步推进，公司主营业务有望持续稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，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，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，衡阳市经济持续增长，松木经济开发区市政建设有序推进，为公司创造了良好的外部环境。
2. 公司是衡阳市重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司获得股东在财政补贴方面的持续有力支持。

关注

1. 公司资产以存货和其他应收款为主，资产变现能力较弱，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模不断增长；同时受业务模式影响，公司整体盈利能力依然弱。
3. 跟踪期内，“PR 衡水投/14 衡阳水投债”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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于衡阳市湘江水利投资开发有限公司（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，公司股东和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 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设融资部、综合管理部、经营发展部、财务部和总工室等共 9 个职能部门；拥有 3 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 138.19 亿元，所有者权益合计 61.19 亿元；2017 年，公司实现营业收入 9.51 亿元，利润总额 2.12 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 142.81 亿元，所有者权益合计 61.21 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.80 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

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评“PR 衡水投/14 衡阳水投债”和“16 衡阳水投 MTN001”尚需偿还债券余额 14.80 亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付本息。

截至 2018 年 3 月底，“PR 衡水投/14 衡阳水投债”募集资金已使用完毕；“16 衡阳水投 MTN001”募集资金已使用 3.50 亿元（其中 2.50 亿元用于项目建设、1.00 亿元已用于偿还银行借款）。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
PR 衡水投/14 衡阳水投债	13.00	7.80	2014/04/23	7 年
16 衡阳水投 MTN001	7.00	7.00	2016/12/07	5 年
合计	**20.00**	**14.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年3月底，“PR衡水投/14衡阳水投债”募投项目中耒水西岸风光带项目已完成投资13.55亿元，项目整体完工量约70%；湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目已完成投资3.99亿元，项目已竣工（2017年已按约定到位8300.00万元回购款）；湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目已完成投资2.95亿元，已完成征地拆迁和土地平整工作，建成安置房33.50万平方米，占工程总量的80%。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2018年3月底，原计划于2015~2017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。

截至2018年3月底，“16衡阳水投MTN001”募投项目衡阳婚庆基地已完成投资2.50亿元，正在进行土地拆迁工作，项目整体完工量约为23%。

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	（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

	券品种的通知》财预【2017】89号文	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

公司作为衡阳市重要的基础设施建设主体，重点打造“三江六岸”水利项目，同时负责衡阳松木经济开发区建设（以下简称“松木经开区”）。衡阳市及松木经开区经济水平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，固定资产投资保持快速增长，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%。按常住人口计算，人均地区生产总值43233元，增长9.5%。三次产业结构为14.1∶38.7∶47.2。

2017年，衡阳市固定资产投资（不含农户）2615.85亿元，增长14.6%。其中，城镇和非农户固定资产投资2441.91亿元，增长14.6%；国有投资926.52亿元，增长7.6%。年内新开工项目个数3707个，增长8.9%。

2017年，衡阳市房地产投资完成173.94亿元，增长15.3%。商品房销售面积581.89万平方米，增长14.8%。全市建筑业总产值539.56亿元，增长11.8%；全市建筑业增加值186.54亿元，增长12.9%。房屋建筑施工面积2903.62万平方米，增长2.5%；房屋建筑竣工面积1528.48万平方米，增长13.6%。

松木经开区作为省级工业园区，跟踪期内，园区基础设施建设逐渐完善，配套设施建设有序推进。

根据公司提供的园区信息，截至 2018 年 3 月底，松木经开区已累计完成基础设施投资 95.50 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 47.50 公里，75.14 万平方米的标准厂房、6.50 万平方米的廉租房和 28.05 万平方米的公租房和 36.5 万平方米的安置房，污水处理厂及片区污水干管建设 21 公里。成片开发 15.8 平方公里，工业项目完成投资 52.6 亿元。2017 年，松木经开区新开工建设工业项目 8 个，新竣工投产工业项目 5 个，新增规模工业企业 4 个，道路建设、“三房”建设快速推进，拆迁房屋 25.4 万平方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为衡阳市国资委。

2. 外部支持

2017年由于衡阳市政府大幅压缩非税收入，造成当地一般公共预算收入有所下降，但财政实力依然较强。跟踪期内，衡阳市政府对公司补贴力度较大。

根据公开信息，2017 年，衡阳市一般公共预算收入 252.01 亿元，同比下降 9.3%。地方收入 162.41 亿元，同比下降 19.2%。其中，税收收入 90.74 亿元，同比增长 7.8%；非税收入 71.67 亿元，同比下降 38.6%。全市一般公共预算支出 527.93 亿元，下降 2.1%。其中社会保障和就业支出、教育支出、医疗卫生与计划生育支出等刚性支出 303.18 亿元，占一般公共预算支出的 57.43%，财政弹性良好。财政自给率 47.74%，财政自给能力差。截至 2017 年底，衡阳市政府性债务 510.21 亿元（政府债务 450.91 亿元、或有债务 59.3 亿元）。

2017 年，松木经开区财政收入有所减少，财政总收入 6.9 亿元，同比减少 24%。

2017 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴和贴息分别为 2.40 亿元和 0.50 亿元，同时对公司拨付 5.86 亿元货币资金；同期，衡阳松木经济开发区财政局给予子公司金源公司建设补贴和贴息均为 0.30 亿元（政府对公司的财政贴息直接冲减当期财务费用）。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430401001328101），截至 2018 年 5 月 22 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。

截至 2018 年 6 月 1 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

2017 年，公司结合市政府出台的城投公司管理有关制度，先后修订并制定出台了《公文处理制度》《食堂管理制度》和《会议管理制度》。公司管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司代建业务收入较往年快速下降，但新确认土地开发收入较多，使得营业收入增长明显。

2017 年，公司营业收入 9.51 亿元，同比增长 14.16%。其中代建业务收入和土地开发收入分别占比 55.81%和 42.45%，代建业务收入较上年快速下降；其他业务主要是松木经开区范围内产生的租金收入和墓地收入，占比很小。公司综合毛利率 9.15%，较 2016 年有所提升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.80 亿元，相当于 2017 年全年营业收入的 8.40%，主要由代建业务构成；公司综合毛利率 12.77%，较 2017 年有所增长。

表 3　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
代建业务收入	8.26	99.16	5.93	5.30	55.81	8.85	0.75	94.00	11.98
土地开发收入	--	--	--	4.04	42.45	9.09	--	--	--
其他业务	0.07	0.84	-123.49	0.17	1.74	20.38	0.05	6.00	25.22
合计	**8.33**	**100.00**	**4.92**	**9.51**	**100.00**	**9.15**	**0.80**	**100.00**	**12.77**

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

跟踪期内，公司代建业务的在建项目全部是对原有项目的持续投入，由于市政府对市政建设有所控制，公司项目进度有所放缓，但未来在建项目投资规模依然较大，存在一定的对外融资需求。

公司代建业务系对衡阳市“三江六岸”范围内基础设施建设以及松木经开区内市政建设、标准厂房、安置房和公租房建设。跟踪期内，公司业务模式未发生变化，即对于“三江六岸”范围内基础设施建设，公司与衡阳市财政局签订委托代建协议，年底按当年实际投资额的 10%加成确认收入；对于松木经开区范围内代建项目，公司与衡阳松木工业园区管理委员会（以下简称“园区管委会”）或衡阳市财政局签订委托代建协议，项目完工后按项目总投资额的 10%加成确认收入。

2017 年，公司承担的在建项目包括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等。2017 年，公司实现代建业务收入 5.30 亿元，同比快速下降 35.79%，主要系政府当年对代建的项目整体回购规模较小所致。代建业务毛利率 8.85%，较上年有所回升，系 2016 年毛利率较往年偏低所致。

2018 年 3 月底，公司主要在建代建项目 6 个，项目总投资 79.43 亿元，已完成投资 28.15 亿元，剩余投资规模较大，公司存在一定的融资需求。

表 4　截至 2018 年 3 月底主要在建基础建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月底已完成投资	2018 年 4~12 月底计划投资	2019 年计划投资
耒水西岸风光带	17.33	13.55	1.55	2.33
东洲岛（湘江东岸）	9.09	7.55	1.00	0.54

白沙片区整体城镇化建设项目一期	20.40	1.45	1.55	3.00
万福陵园项目一期	4.81	1.40	1.60	1.81
横江湿地公园项目	22.00	1.25	5.50	8.00
湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目	5.80	2.95	1.35	1.50
总计	**79.43**	**28.15**	**12.55**	**17.18**

注：公司截至2018年3月底已完成投资额较《2017年衡阳市湘江水利投资开发有限公司跟踪评级报告》中已投资完成投资额有所下降，系2017年跟踪评级数据为工程投入口径，本次跟踪数据来源于财务口径，数据存在一定差异所致。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地开发业务实现收入全部为土地出让收入。由于松木经开区开发日益完善，公司土地整理业务发展空间有限。

跟踪期内，公司土地开发业务模式未发生变化，土地开发业务收入包括土地整理收入和土地出让收入。其中土地整理业务系由金源公司与园区管委会签订代建协议，在项目竣工并结算后按项目总投资的 10%加成确认收入；土地出让业务系 2014 年度开始发生，园区管委会将原无偿注入金源公司的土地按入账价值加成一定比例进行回购（公司持有期间未对土地进行整理），公司按实际回购金额确认收入，同时按账面价值确认成本。

2017 年，公司土地整理投入 0.09 亿元，当年未确认土地整理收入；同期，公司实现土地出让收入 4.04 亿元。2018 年 3 月底，金源公司已累计完成园区成片开发 10.40 平方公里，累计完成投资 70.50 亿元；目前，金源公司已无政府注入的土地（园区管委会已全部回购）。

公司未来将以代建业务为主，由于存货中代建项目投入较少，收入稳定性需关注；同时，随着自持项目的逐步完工，公司未来将实现一定规模的销售和租金收入。

未来，公司将依然以水利建设为主导，进一步巩固其在区域内的主导地位。2018 年 3 月底，公司拟建的代建项目仅 1 个（为往年拟建项目未及时开工）；自持项目 3 个（未来通过出租、出售实现收益）。拟建和自持项目总投资 27.00 亿元，已完成投资 5.26 亿元（详见下表）。总体看，公司未来尚需投资规模依然较大。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建及自持项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务类型	建设期（年）	总投资	2018 年 3 月底已完成投资	2018 年 4~12 月计划投资	2019 年计划投资
蒸水北堤项目	代建项目	2017-2019	10.61	--	2.00	4.00
标准厂房	自持	2015-2018	4.50	1.85	1.20	1.45
衡阳婚庆基地	自持	2017-2019	10.74	2.50	1.00	3.5
松木经开区防灾检测及安全监管平台建设项目	自持	2016-2018	1.15	0.91	0.24	-
总计	--	--	**27.00**	**5.26**	**4.44**	**8.95**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，华普天健会计事务所（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； 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长；资产中其他应收账款和存货（主要是土地）占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 138.19 亿元，同比增长 3.04%，主要系存货增长所致。公司资

产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.57	14.59	20.07	14.52	21.05	14.74
其他应收款	24.10	17.97	25.95	18.78	28.49	19.95
存货	81.60	60.84	83.66	60.54	84.75	59.34
流动资产	**125.98**	**93.93**	**129.94**	**94.03**	**134.56**	**94.22**
投资性房地产	1.86	1.39	5.40	3.91	5.40	3.78
非流动资产	**8.14**	**6.07**	**8.25**	**5.97**	**8.25**	**5.78**
资产总额	**134.12**	**100.00**	**138.19**	**100.00**	**142.81**	**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 129.94 亿元，同比增长 3.15%。公司货币资金 20.07 亿元，同比略有增长，货币资金中全部为银行存款。其中 2.96 亿元为使用受限资金，系定期存单用于借款质押，受限比率 14.75%。其他应收款 25.95 亿元，同比增长 7.67%，主要系与当地国有企业和园区管委会往来款增加所致，其他应收款主要是与当地政府部门以及国有企业往来款，其中排名前五名合计占比 66.46%，集中度高。账龄方面，1 年内的占 67.76%，账龄偏短，公司累计集体坏账准备 501.19 万元。公司存货 83.66 亿元，同比增长 2.52%，主要系公司代建项目持续投入、新摘牌土地以及安置房完工转入所致。存货中含政府注入土地 14.40 亿元以及自主摘牌土地 52.37 亿元（主要位于代建项目附近和松木经开区内，未来通过出让或二级开发实现收益）、土地整理成本 5.97 亿元和代建项目成本 2.28 亿元，其余为安置房和墓地及殡葬用品。用于借款抵押的土地资产 18.05 亿元，抵押比率 27.03%，抵押比率较高。

2017 年底，公司非流动资产 8.25 亿元，同比增长 1.37%。公司投资性房地产 5.40 亿元，同比增加 3.54 亿元，系当年部分公租房竣工由在建工程转入所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 142.81 亿元，资产结构较上年底变化不大。2018 年 3 月底，公司货币资金 21.05 亿元，无使用受限资金。

2. 资本结构

跟踪期内，由于划拨资金和净利润增加，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性较好。

2017 年底，公司所有者权益 61.19 亿元，同比增长 14.96%。其中资本公积 42.13 亿元，同比增长 16.16%，系衡阳市财政局向公司拨付的资金。未分配利润 15.39 亿元，同比增长 14.03%，系当年利润增加所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益较上年底保持稳定。

跟踪期内，公司有息债务规模不断增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司负债总额 77.01 亿元，同比下降 4.80%，主要系其他应付款快速下降所致。公司负债以非流动负债为主。

表7 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	2018 年 3 月

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	24.92	18.58	10.14	7.34	10.24	7.17
流动负债	**29.76**	**22.19**	**19.42**	**14.05**	**19.50**	**13.65**
长期借款	19.98	14.90	15.39	11.14	15.39	10.78
应付债券	23.39	17.44	23.29	16.85	23.29	16.31
长期应付款	7.77	5.79	18.91	13.68	23.41	16.39
非流动负债	**51.14**	**38.13**	**57.59**	**41.67**	**62.10**	**43.48**
负债总额	**80.89**	**60.31**	**77.01**	**55.73**	**81.60**	**57.14**
资本公积	36.27	27.04	42.13	30.49	42.13	29.50
未分配利润	13.50	10.07	15.39	11.14	15.42	10.80
所有者权益合计	**53.23**	**39.69**	**61.19**	**44.28**	**61.21**	**42.86**
负债和所有者权益合计	**134.12**	**100.00**	**138.19**	**100.00**	**142.81**	**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 19.42 亿元，同比下降 34.75%。其中其他应付款 10.14 亿元，同比下降 59.31%，主要系财政局归还与公司往来款 10.93 亿元所致，其他应付款主要是与当地政府部门以及国有企业的往来款。

2017 年底，公司非流动负债 57.59 亿元，同比增长 12.62%。公司长期借款 15.39 亿元，同比下降 22.97%；应付债券 23.29 亿元，较上年底保持稳定，系公司当年部分债券需兑付本金转入一年内到期的非流动负债同时新增私募债所致；长期应付款 18.91 亿元，同比增加 11.14 亿元，主要系增加 11.74 亿元地方政府债务置换款（公司需每年支付衡阳市财政局相关利息费用）所致，长期应付款均为有息债务。

2018年3月底，公司负债总额81.60亿元，较上年底有所增长，负债结构变化不大。公司长期应付款23.41亿元，同比增长23.85%，主要系新增地方政府债务置换款所致。

2017 年和 2018 年 3 月底，公司全部债务均为 45.33 亿元，较 2016 年底略有下降，有息债务以长期债务为主（2017 年和 2018 年 3 月底占比均为 85.33%）。2018~2020 年，公司需偿还的有息债务分别为 12.79 亿元、6.08 亿元和 9.42 亿元。随着所有者权益的增加以及部分有息债务到期偿还，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分别下降至 55.72%、38.73%和 42.56%。若将长期应付款中有息债务纳入核算，2017 和 2018 年 3 月底公司调整后全部债务分别为 64.24 亿元和 68.75 亿元，较 2016 年底不断增长，调整后全部债务资本化比率分别为 51.22%和 52.90%，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入不断增长，营业利润率有所提升；公司盈利能力依然弱，利润总额对财政补贴依赖大。

2017 年，公司营业收入 9.51 亿元，同比增长 14.16%，主要来源于代建业务收入和土地出让收入。同期公司营业成本增速小于营业收入增速，受此影响公司 2017 年营业利润率上升至 8.23%。

2017 年，由于公司调整后有息债务规模快速增长以及费用化利息支出相对较多，公司期间费用中财务费用（为 1.16 亿元）增加 0.88 亿元。受此影响，期间费用率上升至 13.86%，期间费用控制能力有所下降。

2017 年，公司其他收益 2.70 亿元，全部为政府补贴；利润总额 2.12 亿元，公司利润对财政补贴依赖大。

从盈利指标看，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 3.32%和 3.44%。总体看公司整体盈利能力依然弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.80 亿元，主要是代建业务收入，营业利润率 12.41%；同期，利润总额 0.02 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，经营活动现金净流量持续为负。由于在建项目投入有所放缓，筹资活动有所收缩，但考虑到未来尚需投资规模依然较大，公司未来仍将通过筹资活动弥补经营活动中所需现金流出。

公司经营活动主要是经营业务收支和往来款等（公司2017年确认的政府补贴已于早几年到位）。2017年，公司经营活动现金流入8.68亿元，同比大幅下降73.45%，主要系收到的收入回款和往来款大幅减少所致；同期，由于在建项目投入和往来款支出均高于其流入，经营活动现金流量净额持续为负，为-5.45亿元。2017年公司现金收入比较2016年下降47.42个百分点至52.87%，收入实现质量变差。

2017 年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-1972.53 万元。

2017年，由于公司业务投入有所放缓，公司筹资活动有所收缩。公司筹资活动现金流入15.06亿元，同比下降17.14%，主要包括发行债券和收到衡阳市财政局下拨财政资金；同期，公司筹资活动现金流出11.88亿元，主要是偿还当年借款本息。此外支付其他与筹资活动有关的现金3.57亿元，系偿还金融机构借款、上缴国有资本收益等。筹资活动现金流量净额3.19亿元，同比下降72.45%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动主要表现为在建项目投入和支付往来款，公司未收到收入回款，经营活动现金流量净额-1.72 亿元；投资活动很少；筹资活动现金流量净额 4.35 亿元。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，短期债务支付能力较好；由于跟踪期内公司有息债务规模不断增长，公司长期偿债能力弱，但考虑到市政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债风险较小。

由于公司流动负债快速下降，2017年底，公司流动比率和速动比率均上升至669.23%和238.37%，2018年3月底，上述指标分别上升至689.89%和255.36%；2017年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。考虑到短期债务规模较小且公司货币资金较充裕，公司短期偿债能力较好。

2017年，公司EBITDA为4.31亿元，同比增长65.54%，主要系公司费用化利息支出快速增长所致；调整后全部债务/EBITDA由2016年的20.82倍下降至14.90倍，公司长期偿债能力弱。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 40.13 亿元，未使用额度 14.87 亿元。公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

2018 年 3 月底，公司对外担保金额 2.00 亿元，系对衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司借款提供的抵押担保，担保比率为 3.27%。考虑到被担保对象为公司关联方（同一套班子），目前经营状况良好，公司或有负债风险相对较小。

九、存续期内债券偿债能力分析

2018年3月底，公司存续债券余额24.30亿元，其中一年内到期的应付债券规模较小，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

2018年3月底，公司一年内到期兑付债券3.50亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值9.60亿元。2017年底，公司现金类资产20.11亿元；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8.68亿元、-5.45亿元和4.31亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年 3 月
一年内到期债券余额	3.50
未来待偿债券本金峰值	9.60
现金类资产/一年内到期债券余额	5.75
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.90

经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.57
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.45

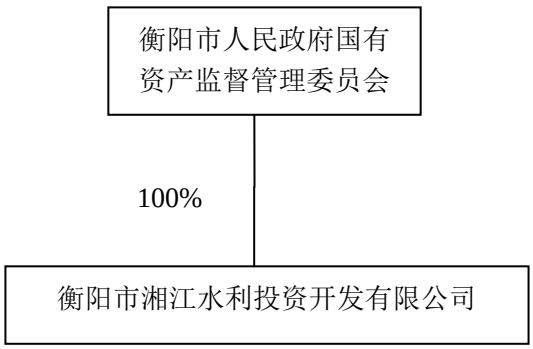
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期的存续债券保障能力强。

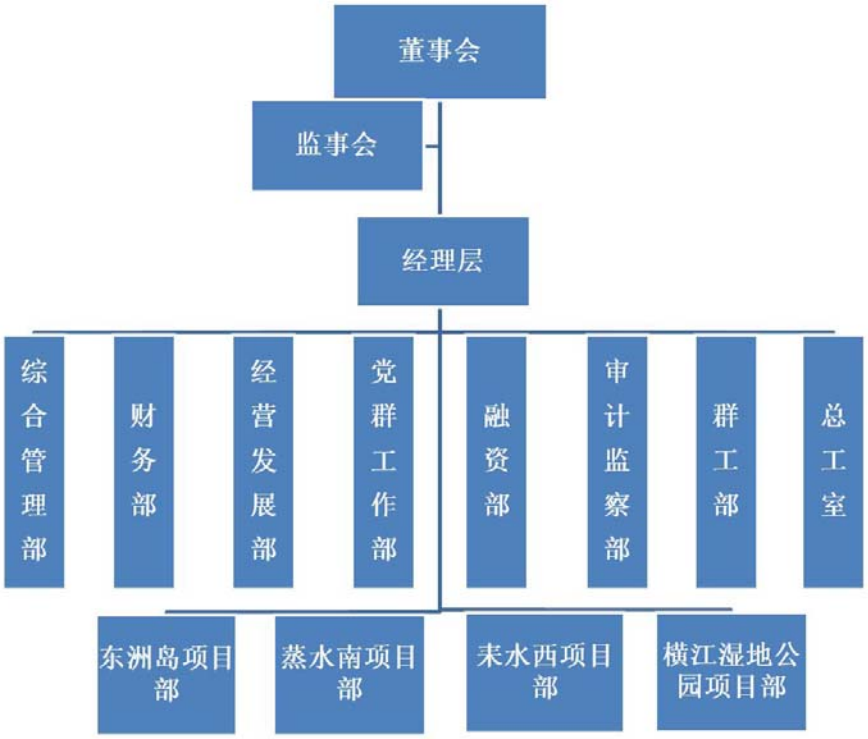
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，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，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



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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.92	19.57	20.11	21.09
资产总额(亿元)	102.01	134.12	138.19	142.81
所有者权益(亿元)	51.57	53.23	61.19	61.21
短期债务(亿元)	3.16	3.09	6.65	6.65
长期债务(亿元)	31.78	43.37	38.68	38.68
全部债务(亿元)	34.94	46.45	45.33	45.33
调整后全部债务(亿元)	40.20	54.22	64.24	68.75
营业收入(亿元)	8.41	8.33	9.51	0.80
利润总额(亿元)	2.69	2.03	2.12	0.02
EBITDA(亿元)	2.94	2.60	4.31	--
经营性净现金流(亿元)	8.00	-2.01	-5.45	-1.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	656.02	333.39	225.25	--
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	80.38	100.29	52.87	0.00
营业利润率(%)	9.47	4.65	8.23	12.41
总资本收益率(%)	3.26	2.47	3.91	--
调整后总资本收益率(%)	3.07	2.29	3.32	--
净资产收益率(%)	5.21	3.80	3.44	--
长期债务资本化比率(%)	38.13	44.90	38.73	38.72
全部债务资本化比率(%)	40.39	46.60	42.56	42.55
调整后全部债务资本化比率(%)	43.81	50.46	51.22	52.90
资产负债率(%)	49.45	60.31	55.72	57.14
流动比率(%)	711.00	423.36	669.23	689.89
速动比率(%)	277.28	149.14	238.37	255.36
经营现金流动负债比(%)	59.71	-6.75	-28.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.88	17.83	10.51	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.67	20.82	14.90	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务+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

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。