信用等级公告

联合〔2019〕1420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”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十七日

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
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

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	5.20 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：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.57	20.11	8.16	5.67
资产总额(亿元)	134.12	138.19	125.76	125.50
所有者权益合计(亿元)	53.23	61.19	62.88	62.88
短期债务(亿元)	3.09	6.65	6.09	6.09
长期债务(亿元)	43.37	38.68	29.13	29.13
全部债务(亿元)	46.45	45.33	35.22	35.22
营业收入(亿元)	8.33	9.51	8.73	0.85
利润总额(亿元)	2.03	2.12	1.71	0.00
EBITDA(亿元)	2.60	4.31	4.56	--
经营性净现金流(亿元)	-2.01	-5.45	-1.43	-2.46
应收类款项/资产总额(%)	17.99	18.79	22.25	22.87
营业利润率(%)	4.65	8.23	3.09	9.77
净资产收益率(%)	3.80	3.44	2.72	--
资产负债率(%)	60.31	55.72	50.00	49.90
全部债务资本化比率(%)	46.60	42.56	35.91	35.91
流动比率(%)	423.36	669.23	640.80	648.85
经营现金流动负债比(%)	-6.75	-28.08	-7.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.83	10.51	11.07	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：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，公司在财政补贴方面持续获得衡阳市财政局的有力支持。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很大、资产流动性弱、公司土地整理业务持续性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“三江六岸”范围内建设逐步推进，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，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，公司获得衡阳市财政局在财政补贴方面的持续有力支持。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所下降，整体债务负担一般。

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，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，由于衡阳松木经济开发区管委会将土地整理业务转交给湖南森特实业投资有限公司，公司土地整理业务持续性差。原土地整理投入尚无结算安排，联合资信将密切关注土地整理业务后续处置情况。
3. 公司代建项目受完工进度影响，相关收入确认存在一定的不确定性。

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，公司唯一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2019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，公司经营范围有所变化，原负责的衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）土地整理业务由园区管委会移交给湖南森特实业投资有限公司，目前公司经营业务主要涉及本部对衡阳市“三江六岸”范围内的基础设施建设。截至2019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2018年底，公司合并资产总额125.76亿元，所有者权益合计62.88亿元；2018年，公司实现营业收入8.73亿元，利润总额1.71亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额125.50亿元，所有者权益合计62.88亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入0.85元，利润总额1.69万元。

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2019年4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12.20亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额债券支付本息。

截至2019年3月底，“PR衡水投/14衡阳水投债”和“16衡阳水投MTN001”募集资金均已按规定用途使用完毕。

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	5.20	2014/04/23	7年
16衡阳水投MTN001	7.00	7.00	2016/12/07	5年
合计	**20.00**	**12.20**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2019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总投资额17.33亿元，已完成投资9.94亿元，目前政府已全额回购已完成投资部分，项目整体完工量约60%；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（2018年政府对项目原计划分期回购7800万元，实际无回购）；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3.50亿元，已完成征地拆迁和土地平整工作，建成安置房35.55万平方米，占工程总量的85%。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，跟踪期内，项目相关土地尚未出让，2018年政府共分两次拨付公司政府置换债券资金合计4.51亿元用于未来偿还“PR衡水投/14衡阳水投债”本金（2017年已拨付8.49亿元），期限三年。截至2019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2019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6.00亿元。

项目尚未形成收益。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家

也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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，同时负责松木经开区建设。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2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年衡阳市实现地区生产总值3046.03亿元，按可比价计算，同比增长8.3%。其中，第一产业增加值337.01亿元，同比增长3.1%，第二产业增加值1023.59亿元，同比增长7.0%，第三产业增加值1685.43亿元，同比增长10.6%。按常住人口计算，人均地区生产总值42163元，增长8.6%。全市三次产业结构为由2017年的14.1∶38.7∶47.2调整为11.1∶33.6∶55.3。

2018年，衡阳市固定资产投资（不含农户）比上年增长10.3%。分经济类型看，国有投资下降22.5%，非国有投资增长33.6%。分区域看，五城区投资增长6.3%，三园区投资增长16.4%，七县市投资增长10.9%。

2018年，衡阳市房地产开发投资253.13亿元，比上年增长45.5%。其中，住宅投资204.03亿元，增长55.7%。商品房销售面积533.8万平方米，下降8.3%。商品房销售额269.2亿元，增长13.5%。年底商品房待售面积189.3万平方米，增长2.7%，比上年底增加4.9万平方米。

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2019年3月底，松木经开区已累计完成基础设施投资100亿元，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55公里，86.4万平方米的标准厂房、8.5万平方米的廉租房和33.7万平方米的公租房和50.5万平方米的安置房，污水处理厂及片区污水干管建设30公里。成片开发18.6平方公里，工业项目完成投资60亿元。2018年，松木经开区新开工建设工业项目6个，新竣工投产工业项目3个，新增规模工业企业2个，道路建设、“三房”建设快速推进，拆迁房屋36.2万平方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司唯一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

2018年，衡阳市一般预算收入稳定增长，但财政自给能力依然差。政府债务负担偏重。跟踪期内，市政府对公司补贴力度较大。

2018 年，衡阳市一般公共预算收入 264.69 亿元，增长 5.0%。地方收入 161.35 亿元，下降 0.7%。其中，税收收入 103.37 亿元，增长 13.9%；非税收入 57.98 亿元，下降 19.1%。上划中央收入 83.21 亿元，增长 15.4%；上划省级收入 20.14 亿元，增长 14.9%。全市一般公共预算支出 536.60 亿元，增长 1.2%。其中，社会保障和就业支出 115.27 亿元，增长 17.0%；教育支出 91.01 亿元，增长 0.01%；医疗卫生与计划生育支出 58.66 亿元，增长 0.9%；城乡社区支出 56.19 亿元，增长 0.4%。衡阳市财政自给率 49.33%，较去年的 47.74%有所上升，但财政自给能力依然差。

截至 2018 年底，衡阳市全口径债务余额 2093.82 亿元，其中政府债务 516.62 亿元，隐性债务 1275.98 亿元，其他需要关注类债务 301.22 亿元。市本级全口径债务余额 1261.59 亿元，其中：政府债务 306.24 亿元，隐性债务 737.25 亿元，其他需要关注类债务 218.1 亿元。

2018 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴和贴息分别为 2.81 亿元（计入其他收益）和 1.20 亿元（直接冲减财务费用）。

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 2019 年 6 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。

截至 2019 年 5 月 21 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员未发生变化。公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。公司管理制度完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

七、经营分析

1. 经营概况

受 2018 年未确认代建业务收入影响，公司营业收入有所下降。跟踪期内，公司绝大部分收入为土地开发收入。

2018 年，公司营业收入 8.73 亿元，同比下降 8.11%，绝大部分为土地开发收入。2018 年，公司代建业务未确认收入主要系无完工项目结算所致。公司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，其他业务毛利率为负主要受的租金收入毛利率为负影响（系出租物业计提的折旧成本较大所致）。2018 年，由于收入占比高的土地开发业务毛利率较低，公司综合毛利率下降至 4.22%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.81 亿元，相当于 2018 年全年营业收入的 9.28%，全部是土地开发收入；公司综合毛利率 5.53%，较 2018 年有所增长。

表 3　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	5.30	55.81	8.85	--	--	--	--	--	--
土地开发收入	4.04	42.45	9.09	8.47	96.94	5.52	0.81	100.00	5.53
其他业务	0.17	1.74	20.38	0.27	3.06	-36.78	--	--	--
合计	**9.51**	**100.00**	**9.15**	**8.73**	**100.00**	**4.22**	**0.81**	**100.00**	**5.53**

注：各业务收入总和与合计数存在误差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）代建业务

跟踪期内，受完工进度影响，公司未确认代建业务收入。公司在建项目受完工结算进度影响收入存在一定不确定性，未来投资规模较大，存在一定的融资需求。

公司代建业务系对衡阳市“三江六岸”范围内基础设施建设。跟踪期内，公司业务模式未发生变化，公司与衡阳市财政局签订委托代建协议，年底按当年完工项目投资额的 10%加成确认收入。

2018 年，公司承担的在建和已完工项目包括耒水西岸风光带、白沙片区整体城镇化建设项目一期和横江湿地项目等。2018 年，公司未确认代建业务收入，系无完工项目结转所致。公司在建的项目受完工结算进度影响，公司代建业务收入存在一定不确定性。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建的代建项目 3 个，项目总投资 50.40 亿元，已完成投资 8.64 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 2019 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	已完成投资	2019 年 4~12 月计划投资	2020 年计划投资
白沙片区整体城镇化建设项目一期	20.40	2.60	0.50	0.80
横江湿地公园项目	22.00	1.79	0.50	1.00
湘江东岸苏州湾片区综合整理开发项目	8.00	4.25	0.60	1.20
总计	**50.40**	**8.64**	**1.60**	**3.00**

资料来源：公司提供

（2）土地开发业务

跟踪期内，公司土地开发业务实现收入全部为土地回购收入。由于园区管委会将土地整理业务转交给湖南森特实业投资有限公司，公司原土地整理投入尚无结算安排，联合资信将密切关注土地整理业务后续处置情况。

跟踪期内，公司土地开发业务模式未发生变化，土地开发业务包括土地回购和土地整理两种模式。土地回购业务方面，衡阳市财政局将原无偿注入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。土地整理业务为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”）负责的园区范围内土地整理，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。2018年和2019年1~3月，公司土地开发收入分别为8.47亿元和0.81亿元，均为土地回购收入。同期，公司毛利率分别为5.52%和5.53%，毛利率较2017年有所下降主要系所回购土地成本偏高所致。

土地回购方面，截至2018年底，公司持有的待政府回购土地6.70亿元。土地整理方面，由于园区管委会将土地整理业务转交给湖南森特实业投资有限公司（园区内另一平台公司），2018年和2019年1~3月金源公司无土地整理投入，同时未确认土地整理收入。截至2018年底，公司存货中含金源公司土地整理投入10.65亿元，由于园区内土地整理业务转移至湖南森特实业投资有限公司，对于金源公司原土地整理投入尚无结算安排，联合资信将密切关注该业务后续处置情况。

3. 未来发展

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，公司将加大在自持项目的投入，未来将实现一定规模的经营性收入。

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，同时公司将加强对经营性自持项目建设，提升自身盈利能力。截至2019年3月底，在建的自持项目1个，为“16衡阳水投MTN001”募投项目衡阳婚庆基地，项目总投资额10.74亿元，截至2019年3月底已完成投资6.00亿元（主要计入购买商品、接受劳务支付的现金中），预计2019年4~12月和2020年将分别投资0.80亿元和1.50亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018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；2019年一季度财务数据未经审计。

2018~2019年3月，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

2. 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）占比很大，货币资金持续下降。总体看，资产流动性弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额125.76亿元，同比下降9.00%，主要系货币资金快速下降所致。公司资产以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.07	14.52	8.16	6.49	5.67	4.52
其他应收款	25.95	18.78	27.95	22.22	28.67	22.84
存货	83.66	60.54	82.56	65.65	84.12	67.03

流动资产	**129.94**	**94.03**	**118.83**	**94.49**	**118.67**	**94.56**
投资性房地产	5.40	3.91	5.56	4.42	5.48	4.37
非流动资产	**8.25**	**5.97**	**6.93**	**5.51**	**6.83**	**5.44**
资产总额	**138.19**	**100.00**	**125.76**	**100.00**	**125.50**	**100.00**

注：由于会计政策调整，自2018年起将应收利息和应收股利并入其他应收款，并对2017年底数进行追溯调整
资料来源：根据公司审计报告、2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 118.83 亿元，同比快速下降 8.55%。其中货币资金 8.16 亿元，同比下降 59.33%，主要系偿还有息债务所致，货币资金中无使用受限资金。其他应收款（无应收股利和应收利息）27.95 亿元，同比增长 7.71%，主要系与当地平台公司和园区管委会往来款增加所致；其他应收款中应收衡阳松木工业园区管理委员会往来款 12.02 亿元、应收衡阳伟达开发建设有限公司往来款 3.73 亿元、应收衡阳松木开发建设投资有限公司 2.60 亿元，前五名欠款方合计占比 82.45%，集中度高；账龄方面，2 年内的占 74.06%，账龄偏短，公司累计集体坏账准备 541.39 万元。公司存货 82.56 亿元，同比下降 1.32%，其中开发产品（主要是金源公司已完工的安置房，待园区管委会进行回购；此外还有少量已完工墓地）和开发成本分别为 4.68 亿元和 77.88 亿元。公司开发成本中含政府注入土地 6.70 亿元（与土地回购业务相关）、自主摘牌土地 49.68 亿元（绝大部分位于代建项目附近，少量位于松木经开区内，未来通过出让或二级开发实现收益）、土地整理成本 10.65 亿元和代建业务投入 8.67 亿元，其余为园区在建墓地工程。用于借款抵押的土地资产（均为自主摘牌土地）11.40 亿元，占自主摘牌土地的 23.95%，抵押比率一般。

截至 2018 年底，公司非流动资产 6.93 亿元，同比下降 16.08%。公司非流动资产较 2017 年底变化不大。公司投资性房地产 5.56 亿元，同比有所增加，主要系少量在建工程转入所致，投资性房地产主要是与公司出租业务相关的公租房和标准厂房。2018 年底公司无在建工程（2017 年底为 1.85 亿元，为标准厂房），其中 0.48 亿元结转至投资性房地产、0.32 亿元结转至存货、0.63 亿元结转至其他应收款、0.42 亿元结转至长期待摊费用（转入其他应收款和长期待摊费用系工程项目因企业规划和项目权属发生变化，不再认定为工程类资产所致）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 125.50 亿元，较上年保持稳定，资产结构较上年底变化不大。公司货币资金持续下降至 5.67 亿元，系支付项目工程款所致，货币资金中无使用受限资金。受限资产方面，公司存货中尚有 11.40 亿元土地用于抵押。

3. 资本结构

跟踪期内，由于净利润增加，公司所有者权益略有增长，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益 62.88 亿元，同比略有增长。其中资本公积 42.13 亿元，较上年保持不变。未分配利润 16.85 亿元，同比增长 9.44%，系当年利润增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益较上年底变化不大。

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务结构仍以长期债务为主，债务负担一般。

截至 2018 年底，公司负债总额 62.88 亿元，同比下降 18.35%，主要系公司长期债务有所下降所致。公司负债以非流动负债为主。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	10.92	14.18	11.48	18.26	11.42	18.24
一年内到期的非流动负债	6.65	8.64	6.09	9.69	6.09	9.73

流动负债	**19.42**	**14.05**	**18.54**	**29.48**	**18.29**	**29.21**
长期借款	15.39	11.14	11.01	17.51	11.01	17.58
应付债券	23.29	16.85	18.12	28.82	18.12	28.94
长期应付款	18.91	13.68	15.20	24.17	15.20	24.27
非流动负债	**57.59**	**41.67**	**44.33**	**70.50**	**44.33**	**70.79**
负债总额	**77.01**	**55.73**	**62.88**	**100.00**	**62.62**	**100.00**

注：由于2018年会计政策调整，已将应付利息和应付股利并入其他应付款，并追溯至2017年底
资料来源：根据公司审计报告、2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动负债 18.54 亿元，同比下降 4.49%。其中其他应付款（应付利息 0.62 亿元、其他应付款 10.86 亿元）11.48 亿元，同比增长 5.08%，主要系与湖南森特实业投资有限公司往来款（2018 年底为 1.60 亿元）增加所致，其他应付款主要是与政府部门以及平台公司的往来款，前五名占比合计 97.76%，集中度高。公司一年内到期的非流动负债 6.09 亿元，其中一年内到期的长期借款 3.49 亿元，一年内到期的应付债券 2.60 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 44.33 亿元，同比下降 23.02%。公司长期借款 11.01 亿元，同比下降 28.47%，系部分转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券 18.12 亿元，同比下降 22.20%，系 2.60 亿元“14 衡阳水投债”转入一年内到期的非流动负债，同时公司兑付 3.50 亿元“15 湘江水利 PPN001”所致；长期应付款 15.20 亿元，同比下降 19.59%，一方面系金源公司收到财政债务置换款 1.75 亿元（反映在收到其他与筹资活动有关的现金），另一方面系将原先收到的债务置换款用于冲减与政府往来款。公司长期应付款中的政府债务置换款每年需支付衡阳市财政局相关利息费用，均为有息债务。

截至2019年3月底，公司负债总额62.62亿元，较上年底保持稳定，负债结构变化不大。

截至 2018 年底和 2019 年 3 月底，公司全部债务均为 35.22 亿元，较 2017 年底下降 22.30%。若将长期应付款中有息债务纳入核算，2018 年底和 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务均为 50.42 亿元，较 2017 年底下降 21.51%，其中短期债务和调整后长期债务占比分别为 12.08%和 87.92%。2019~2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 6.09 亿元、5.07 亿元和 11.92 亿元。截至 2018 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 50.00%、41.35%和 44.50%；截至 2019 年 3 月底，上述指标中仅资产负债率略有下降至 49.90%，其他保持不变。跟踪期内，公司债务水平有所下降，债务负担一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，由于公司 2018 年未确认代建业务收入，营业收入有所下降。公司盈利能力依然弱，利润总额对财政补贴依赖大。

2018 年，公司营业收入 8.73 亿元，同比下降 8.11%，绝大部分为土地开发收入。同期公司营业成本降幅小于营业收入增速，公司 2018 年营业利润率下降至 3.09%。

2018 年，公司期间费用 1.32 亿元，较上年保持稳定，公司财务费用同比略有下降，主要系财政贴息规模有所增加所致（公司利息支出 2.47 亿元，同比增长 20.15%，但同时财政贴息 1.20 亿元，同比增长 50.00%）。期间费用率 15.07%，较上年的 13.86%有所增长，主要系收入规模有所下降所致。

2018 年，公司其他收益 2.81 亿元，全部为政府补贴；利润总额 1.71 亿元，同比下降 19.35%。公司利润对财政补贴依赖大。

2018 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 3.69%和 2.72%。总体看公司整体盈利能力依然弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.85 亿元，较去年同期的 0.80 亿元有所增长，全部是土地开发收入。营业利润率 9.77%；同期，利润总额 1.69 万元。

5．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。2018年，公司经营活动现金流入23.71亿元，同比大幅增长308.07%，主要系收到的收入回款（计入销售商品、提供劳务收到的现金，2018年为8.78亿元）和往来款（计入收到其他与经营活动有关的现金）均大幅增长所致；同期，由于往来款支出高于其流入，经营活动现金流量净额持续为负，为-1.43亿元。2018年公司现金收入比由2017年的52.87%增长至100.57%，收入实现质量明显提升。

2018年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额403.57万元。

2018年，公司筹资活动有所收缩，筹资活动现金流入同比下降68.70%至4.71亿元，全部是收到其他与筹资活动有关的现金，为公司收回质押存单2.96亿元和金源公司收到政府债务置换资金1.75亿元。同期公司需兑付本息较上年有所增加，筹资活动现金流出12.27亿元。筹资活动现金流量净额由正转负，为-7.56亿元。

2019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，经营活动现金流量净额-2.46亿元；投资活动很少；筹资活动全部为支付当期利息，筹资活动现金流量净额772.71万元。

6．母公司财务分析

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额87.40亿元，同比下降12.79%，主要系货币资金和存货下降所致。其中流动资产占88.85%，非流动资产占11.15%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的69.50%，占比一般。

截至2018年底，母公司所有者权益合计40.51亿元，同比增长6.18%。母公司所有者权益主要由资本公积构成（2018年底为28.44亿元），母公司所有者权益占合并报表所有者权益的64.42%，占比一般。

截至2018年底，母公司负债合计46.89亿元，同比下降24.44%。其中流动负债占38.40%、非流动负债占61.60%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的74.58%，占比较高。母公司短期债务4.02亿元，母公司货币资金（2018年底为7.15亿元）对其保障倍数为1.78倍，母公司对短期债务保障能力较强。

2018年，母公司实现营业收入8.47亿元，占合并报表营业收入的96.94%；母公司利润总额为2.37亿元，同比增长14.43%，主要系当年母公司当期获得的补贴收入有所增加所致。

7．偿债能力

公司短期债务规模偏小，短期偿债能力尚可；由于跟踪期内公司有息债务规模有所下降，公司长期偿债能力偏弱，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。

由于公司流动资产降幅大于流动负债，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别下降至640.80%和195.60%，2019年3月底，上述指标分别为648.85%和188.90%；2018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。截至2018年底和2019年3月底，公司现金类资产分别为短期债务的1.34倍和0.93倍，总体看，公司短期偿债能力尚可。

2018年，公司EBITDA为4.56亿元，同比增长5.66%，主要系公司费用化利息支出有所增长所致；调整后全部债务/EBITDA由2017年的14.90倍下降至11.07倍，公司长期偿债能力偏弱。但考虑到政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信32.43亿元，未使用额度13.10亿元。公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

截至2019年3月底，公司对外担保金额4.20亿元，系对衡阳市交通建设投资有限公司借款提供保证担保余额1.50亿元、对衡阳市智能交通停车场建设管理有限公司借款提供保证担保余额1.50亿元以及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抵押担保余额1.20亿元。担保比率6.68%。考虑到被担保公司均为当地平台公司，目前经营情况良好，公司或有负债风险较小。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2019年4月底，公司存续债券余额18.20亿元，未来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。

截至2019年4月底，公司一年内到期兑付债券2.60亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值9.60亿元（兑付“PR衡水投/14衡阳水投债”2.60亿元本金以及“16衡阳水投MTN001”7.00亿元）。截至2018年底，公司现金类资产8.16亿元；2018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23.71亿元、-1.43亿元和4.56亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表7　公司存续债券保障情况

项 目	金额
2019年4月底一年内到期债券余额	2.60亿元
未来待偿债券本金峰值	9.60亿元
2019年3月底现金类资产/2019年4月底一年内到期债券余额	2.18倍
2018年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.47倍
2018年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.15倍
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.48倍

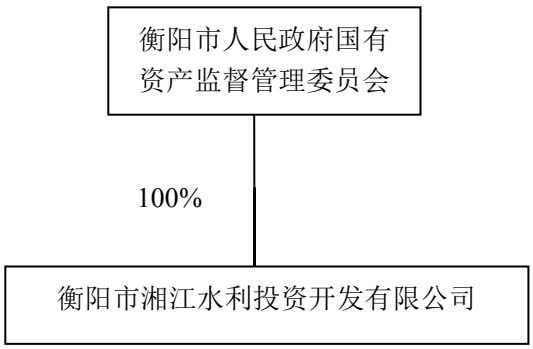
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对短期存续债券保障能力强，经营活动现金流入量对未来代偿债券本金峰值保障能力强。

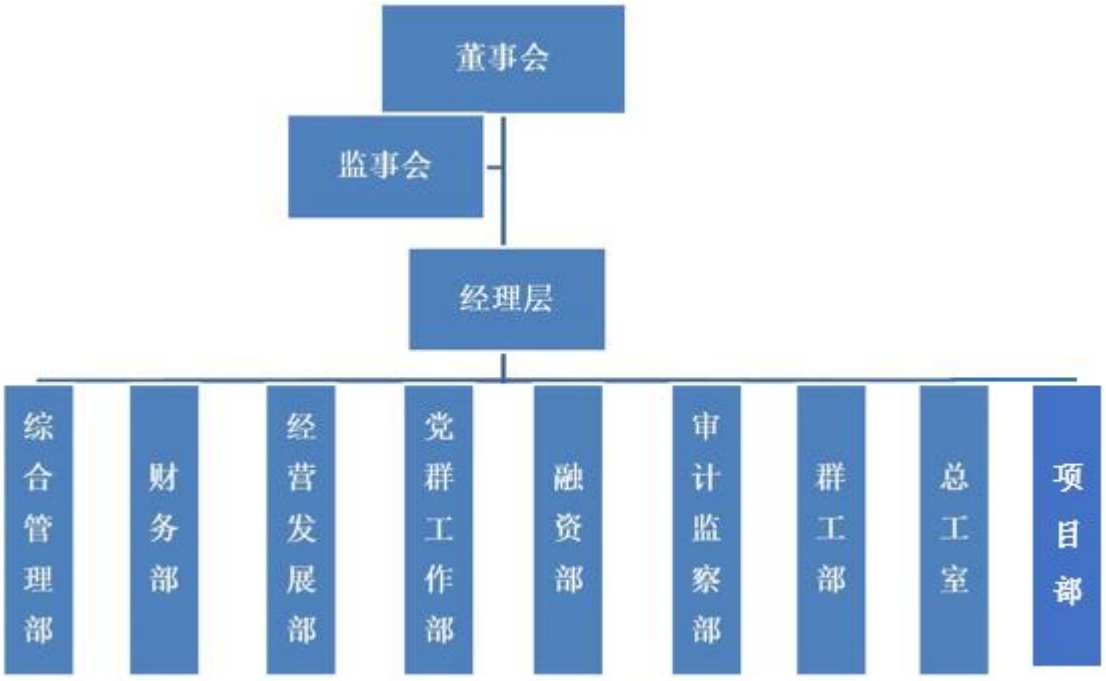
十、结论

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



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.57	20.11	8.16	5.67
资产总额(亿元)	134.12	138.19	125.76	125.50
所有者权益(亿元)	53.23	61.19	62.88	62.88
短期债务(亿元)	3.09	6.65	6.09	6.09
长期债务(亿元)	43.37	38.68	29.13	29.13
全部债务(亿元)	46.45	45.33	35.22	35.22
调整后全部债务(亿元)	54.22	64.24	50.42	50.42
营业收入(亿元)	8.33	9.51	8.73	0.85
利润总额(亿元)	2.03	2.12	1.71	0.00
EBITDA(亿元)	2.60	4.31	4.56	--
经营性净现金流(亿元)	-2.01	-5.45	-1.43	-2.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	333.39	225.25	180.53	--
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	100.29	52.87	100.57	0.50
应收类款项/资产总额(%)	17.99	18.79	22.25	22.87
营业利润率(%)	4.65	8.23	3.09	9.77
总资本收益率(%)	2.47	3.91	4.26	--
调整后总资本收益率(%)	2.29	3.32	3.69	--
净资产收益率(%)	3.80	3.44	2.72	--
长期债务资本化比率(%)	44.90	38.73	31.66	31.66
调整后长期债务资本化比率(%)	49.00	48.49	41.35	41.35
全部债务资本化比率(%)	46.60	42.56	35.91	35.91
调整后全部债务资本化比率(%)	50.46	51.22	44.50	44.50
资产负债率(%)	60.31	55.72	50.00	49.90
流动比率(%)	423.36	669.23	640.80	648.85
速动比率(%)	149.14	238.37	195.60	188.90
经营现金流动负债比(%)	-6.75	-28.08	-7.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.83	10.51	7.73	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.82	14.90	11.07	--

注：1.2019 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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　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。

附件 4-3　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