

信用等级公告

联合〔2020〕488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及其拟发行的2020年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定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,衡阳市湘江水利投资开发有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月九日



衡阳市湘江水利投资开发有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 9.00 亿元

本期中期票据期限：不超过 5 年

偿还方式：采用固定利率，按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还存量金融机构贷款

评级时间：2020 年 3 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	2
		基础素质	2
		企业管理	3
		经营分析	3
财务风险	F1	资产质量	4
		资本结构	2
		盈利能力	2
		现金流量	2
		偿债能力	1
调整因素和理由			调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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的建设主体，在水利建设方面具有一定专营性。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司所在区域经济实力很强，公司在资金注入、财政补贴等方面持续获得衡阳市政府的有力支持。同时，联合资信也关注到，公司存货和其他应收款占比很大、资产流动性弱、公司所负责的衡阳松木经济开发区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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖能力尚可。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 外部环境良好。2016—2018 年，衡阳市实现地区生产总值分别为 2853.02 亿元、3132.48 亿元和 3046.03 亿元；衡阳市固定资产投资（不含农户）同比增长率分别为 13.8%、14.6%和 10.3%。
2. 持续获得有力的外部支持。公司作为衡阳市水利工程项目的主体建设主体，持续获得衡阳市政府在资金注入、财政补贴等方面的有力支持。

关注

1. 公司资产以存货和其他应收款为主，资产流动性弱。截至 2019 年 3 月底，公司存货和其它应收款占比分别为 22.84%和 67.03%，资产变现能力较弱。
2. 衡阳松木经济开发区土地整理业务持续性差。公司所负责的衡阳松木经济开发区土地整理业务停滞，

分析师：姚 玥 张 铨

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

业务持续性差。该部分土地整理投入受政府结算安排影响，存在不确定性，联合资信将密切关注后续处置情况。

3. 代建收入存在一定不确定性。公司代建项目受完工进度影响，相关收入确认存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
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(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
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	--
现金短期债务比(倍)	6.34	3.02	1.34	0.93
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.30	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.83	10.51	7.73	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	92.61	100.21	87.40	87.08
所有者权益（亿元）	30.23	38.15	40.51	40.54
全部债务(亿元)	35.02	36.85	29.82	29.82
营业收入(亿元)	8.26	5.30	8.47	0.81
利润总额(亿元)	2.05	2.07	2.37	0.04
资产负债率(%)	67.36	61.93	53.65	53.44
全部债务资本化比率(%)	53.68	49.14	42.40	42.38
流动比率(%)	303.02	448.53	431.24	438.12
经营现金流动负债比(%)	-11.25	-17.47	-2.39	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/6/17	黄海伦、张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA	稳定	2014/3/24	高凡、田梦楚	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

衡阳市湘江水利投资开发有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、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。初始注册资本 1600 万元，出资人为衡阳市企业信用担保投资有限公司和衡阳市汛安防洪工程建设管理有限责任公司。经过多次增资和股权划拨，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元，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”）为公司唯一股东和实际控制人。

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（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 2019 年 3 月底，公司本部内设融资部、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 亿元，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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2020 年注册额度为不超过 15.00 亿元的中期票据，本期计划发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额不超过 9.00 亿元，发行期限不超过 5 年。本期中票采用固定利率，按年付息，到期一次还本。募集资金计划全部用于偿还存量金融机构贷款。

三、宏观经济和政策环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三第四季度同比增长 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4

社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

(1) 消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

(2) 工业生产较为低落，服务业较快发展

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点，运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为

负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

(3) 居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

(4) 财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增

长, 城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元, 较去年同期大增 2.91 万元。

(5) 就业形势基本稳定, 但就业压力持续存在

在制造业生产收缩, 服务业增长放缓的影响下, 全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5% (含) 以上, 较上年有所提高, 且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数, 2019 年全年一直在荣枯线以下, 反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况, 从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节, 保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节, 保证经济运行在合理区间。财政方面, 一是实施大规模降税降费, 落实个税改革政策, 进一步结构性下调增值税税率, 全年减税降费目标 2 万亿元; 二是大幅扩大地方政府专项债规模, 为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面, 一是实施全面降准及结构性普惠降准, 全面降准一次, 结构性降准两次, “三挡两优” 的存款准备金框架初步形成, 为市场注入了适度充裕的流动性; 二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施, 开启了 10 多年来新的降息进程, 实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点, 引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面, 营商环境继续改善, 扩大对外开放, 深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

(1) 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行, 中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下, 2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面, 春节是传统的消费高峰期, 包括餐饮、娱乐、旅游、

商场购物等, 而今年因为防范疫情, 绝大部分人群都在家里自我隔离, 网购由于配送问题亦大幅减少, 消费数据相当惨淡。投资方面, 由于隔离限制与人口流动限制, 大量工人 (尤其是农民工) 返城问题突出, 生产活动无法进行, 制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面, 虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施, 但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级, 限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫, 必将在短期内加速中国经济下行, 长期拖累 2020 年经济增长。

(2) 受新冠疫情影响, 通胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延, 药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升, 必然推高一季度 CPI, 通胀压力进一步增加; 另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降, 将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期, 延缓企业开工复工, 甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭, 又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力, 对中国经济企稳回升构成较大挑战。

(3) 积极的财政政策更加积极有为, 对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元 (其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元), 合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元, 财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日, 财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》, 提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款, 在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上, 中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来, 财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部, 陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施, 大幅度减

轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

（4）稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10BP，5年期报价4.75，下调5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3-4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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，依法依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》国办发〔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	严格按照要求规范的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,同时负责衡阳松木经济开发区(以下简称“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。

衡阳市经济实力很强,近年来,产业结构不断优化,固定资产投资保持快速增长,为公司提供了良好的外部环境。

根据《衡阳市国民经济和社会发展统计公报》,2016—2018年衡阳市实现地区生产总值分别为2853.02亿元、3132.48亿元和3046.03亿元。2018年,衡阳市第一产业增加值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,2018年衡阳市人均地区生产总值42163元,增长8.6%。全市三次产业结构由2016年的15.1:41.5:43.4调整为2018年的11.1:33.6:55.3。

2016—2018年,衡阳市固定资产投资(不

含农户)同比增长率分别为13.8%、14.6%和10.3%。分经济类型看,2018年,衡阳市国有投资下降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%。

2016—2018年,衡阳市房地产开发投资分别为150.84亿元、173.94亿元和253.13亿元。2018年,衡阳市住宅投资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%。2018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,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

截至2019年3月底,公司注册资本和实收资本均为3.00亿元,衡阳市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业竞争力

衡阳市现有10家平台公司,分别为衡阳市交通建设投资有限公司、衡阳市滨江新区投资有限公司、衡阳弘湘国有资产经营有限公司、白沙洲开发建设投资有限公司、衡阳发展投资集团有限公司、衡阳市城市建设投资有限公司、

衡阳市湘江水利投资开发有限公司等，均为国有专业性平台，区域发展环境相似，但隶属于不同的部门，在区域划分、产业定位、招商引资等方面侧重有所区别。

公司是衡阳市水利工程项目建设主体，负责打造衡阳市“三江六岸”水利建设、防洪工程以及运营任务，同时负责松木经开区建设。但近年来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”）负责的松木经开区土地整理业务由湖南衡阳松木工业园区管理委员会（以下简称“松木经开区管委会”）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，在水利建设方面具有一定专营性。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的工作经验，员工素质和年龄构成能满足日常经营管理需要。

目前公司本部高管人员包括董事长、总经理、常务副总经理、副总经理、财务总监、纪检书记合计6人。

公司董事长唐夏元，历任衡阳市计委综合科主任科员、投资科科长，衡阳市城市建设投资开发有限公司常务副总经理，现任公司法人代表兼董事长。

公司执行董事兼总经理庞华先生，历任中国建设银行衡阳市分行团委书记，中国建设银行衡阳珠晖支行副行长，中国建设银行耒阳市支行行长、党支部书记，中国建设银行衡阳市解放路支行行长、党支部书记，衡阳市企业信用担保投资有限公司副总经理，现任公司执行董事兼总经理。

截至2019年6月底，公司共有在职人员64人，本科及以上学历46人，大专学历17人，高中及中专学历1人；从年龄结构看，35岁以下38人，36~45岁12人，46~55岁12人，55岁以上2人。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

4. 外部支持

衡阳市地方一般公共预算收入波动中略有下降，财政自给能力弱。衡阳市政府给予了公司有力支持。

2016—2018年，衡阳市一般公共预算收入分别为277.96亿元、252.01亿元和264.69亿元。其中地方收入分别为204.67亿元、162.41亿元和161.35亿元。2018年，衡阳市税收收入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%。2018年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%。2018年衡阳市财政自给率49.33%，较2017年的47.74%有所上升，但财政自给能力弱。

资金注入

近年来，经过股东数次增资，截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

股权注入

根据衡阳市人民政府衡政函〔2010〕212号《衡阳市人民政府关于衡阳市金源开发建设投资有限公司国有股权无偿划转的通知》，将松木经开区管委会投资的金源公司的100%国有股权无偿划给公司，金源公司注册资本2.00亿元。

土地注入

2010年，根据衡阳市人民政府衡政函〔2010〕206号文件《衡阳市人民政府关于将国有土地使用权注入衡阳市湘江水利投资开发有限公司的通知》，将评估价值为14.40亿元的国有土地资产注入公司。土地面积合计1442亩，评估单价约为100万/亩，均为商服用地，土地使用权类型为出让。

2011年，根据衡政函〔2011〕285号文件《衡阳市人民政府关于将国有土地使用权注入衡阳

市金源开发建设投资有限公司的通知》，将评估价值为13.68亿元的国有土地资产注入金源公司。土地面积合计730亩，评估单价约为187万/亩，均为商住用地，土地使用权类型为出让。

资金补贴

2016年，公司收到财政补贴2.00亿元；同期衡阳市松木经济开发区财政局给予金源公司建设补贴2988.00万元。

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）。

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）。

5. 企业信用记录

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2020年1月15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2020年3月4日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司已建立起基本完善的经营管理制度且执行情况较好，可满足公司日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》制定公司章程。

公司设立董事会，董事会为公司最高决策机构。董事会成员5人，其中董事长1人。董事会成员和职务由市政府委派或更换，董事会成员中有一名职工代表，由公司职工民主选举产生。董事长由出资人从董事会成员中指定。董

事长为公司法定代表人。董事会成员每届任期三年，董事会对出资人负责。董事会决定公司的经营计划和投资方案，决定公司的年度财务预算和决算方案、审议批准公司利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设立监事会，监事会由五名成员组成，其中三名由出资人委派，两名由公司职工民主选举产生。监事任期为三年。监事会按规定行使监督职能。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1人，由董事会聘任或者解聘。经出资人同意，董事可以兼任总经理，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

2. 管理水平

公为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了一系列内部管理制度，涉及财务管理、费用管理等各方面内容。

财务管理方面，公司实行“统一领导，集中管理”的财务管理体系。公司财务工作实行执行董事领导总经理负责制。财务管理的基本原则是：贯彻执行国家有关法律法规和财务规章制度，正确处理企业效益和社会效益的关系，正确处理国家、企业和个人三者的利益关系。财务管理的主要任务是：最大限度地实现资本增值和安全，提高资金使用效益，增强公司经济实力和抵抗风险的能力，建立健全财务规章制度，规范公司经济行为，对公司经济活动进行核算和监督。

投融资管理方面，对于政府计划建设项目，公司根据市政府批准的年度城市基础设施建设和贷款计划安排融资贷款和组织建设；对于经营性项目，由公司经营层提出年度项目计划，报董事会批准后组织实施，自筹资金，自主建设，完工后自主经营或转让。

项目管理方面，公司制定了《工程建设项目管理办法》，在投资项目规划、招投标管理、进度控制及工程管理各方面都制定规范的制

度。公司工程招投标严格按照有关法律法规实施，全部交由衡阳市招投标中心统一实施，坚持“不派业主评委、不设业主加分项、不指定入围单位”的原则，确保公平公正，合同的签订由市财政评审中心、公司总工室和审计监察部共同监督；工程建设实施过程中，公司重视工程进度、质量和安全管理，未发生重大施工事故。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动增长，但各年收入构成变化较大。

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，分别为 8.33 亿元、9.51 亿元和 8.73 亿元，绝大

部分为土地开发收入。近三年公司营业收入构成变化较大，其中代建业务收入受完工结算进度影响，占比快速下降；土地开发收入占比持续上升，2018 年绝大部分由土地开发收入构成。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。

毛利率方面，受每年各业务板块占比变化较大且毛利率存在波动影响，公司综合毛利率有所波动，近三年分别为 4.92%、9.15%和 4.22%。公司其他业务 2016 年和 2018 年毛利率为负主要系租金收入下降以及出租物业计提折旧成本较大所致。

2019 年 1—3 月，公司本部实现营业收入 0.81 亿元，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	2016 年			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	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	--	--	--	--	--	--
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	0.07	0.84	-123.49	0.17	1.74	20.38	0.27	3.06	-36.78	--	--	--
合计	8.33	100.00	4.92	9.51	100.00	9.15	8.73	100.00	4.22	0.81	100.00	5.53

注：1.各业务收入总和与合计数存在误差系四舍五入所致；2019 年 1—3 月营业收入仅为本部收入

资料来源：根据公司审计报告、2019 年一季度整理

2. 业务经营分析

（1）代建业务

受完工进度影响，公司代建业务收入快速下降且未来收入确认存在一定不确定性。在建项目未来投资规模较大，存在一定的融资需求。

公司代建业务系对衡阳市“三江六岸”范围内的基础设施建设。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，年底按当年完工项目投资额的 10%加成确认收入。由于部分项目按暂估成本结转，故实际毛利率存在波动。

近年来，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。受完工进度影响，公司代建业务收入持续下降，2016—2018 年分

别为 8.26 亿元、5.30 亿元和 0 亿元。总体看，受完工进度影响，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，项目均计划于 2020 年或 2021 年完工。公司剩余投资规模较大，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

近年来，公司土地开发业务收入绝大部分来自本部。由于松木经开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，该部分土地整理投入受政府结算安排影响，存在不确定性，联合资信将密切关注土地整理业务后续处置情况。

公司土地开发业务由本部和金源公司分别负责衡阳市“三江六岸”范围内以及松木经开区。

本部方面，衡阳市财政局将原注入公司的土地按入账价值加成一定比例支付给公司作为收入，公司按实际收取的金额确认收入，按入账价值结转成本。金源公司负责松木经开区范围土地整理，金源公司与松木经开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额的 10% 加成确认收入。

2017-2018 年和 2019 年 1—3 月，公司土地开发收入分别为 4.04 亿元、8.47 亿元和 0.81 亿元，绝大部分为本部确认的收入，截至 2018 年底存货中与本部相关的待政府结算规模仅 6.70 亿元，业务持续性较差。同期，公司土地开发收入毛利率分别为 9.09%、5.52% 和 5.53%，2017 年来毛利率有所下降主要系所结算项目成本偏高所致。

近年来，金源公司土地整理投入极少，2018 年来无投入且近三年均未确认收入，系松木经开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）同时对金源公司原土地整理投入尚无结算安排所致。截至 2018 年底，存货中含金源公司土地整理投入 10.65 亿元，由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 2 个，其中“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（自持项目投入均反映在购买商品、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；衡阳市万福陵园项目一期项目总投资 4.82 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 3.67 亿元，预计 2019 年 4-12 月和 2020 年将分别投资 0.35 亿元和 0.80 亿元。拟建项目 1 个，为衡阳市城区“三江六岸”生态修复及湘江旅游服务设施建设项目，项目计划投资总额 20.00 亿元，2019-2021 年计划分别投入 4.00 亿元、4.00 亿元和 12.00 亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—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。

合并范围方面，2016 年公司合并范围通过收购方式新增衡阳市万福陵园开发有限公司，2017-2019 年 3 月，公司合并范围无变化。考虑到新增并表子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模持续下降；资产中其他应收账款和存货（主要是土地资产）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。

2016—2018 年，公司资产规模波动下降。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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.57	14.59	20.07	14.52	8.16	6.49	5.67	4.52
其他应收款	24.10	17.97	25.95	18.78	27.95	22.22	28.67	22.84
存货	81.60	60.84	83.66	60.54	82.56	65.65	84.12	67.03
流动资产	125.98	93.93	129.94	94.03	118.83	94.49	118.67	94.56
投资性房地产	1.86	1.39	5.40	3.91	5.56	4.42	5.48	4.37
非流动资产	8.14	6.07	8.25	5.97	6.93	5.51	6.83	5.44
资产总额	134.12	100.00	138.19	100.00	125.76	100.00	125.50	100.00

注：其他应收款不含应收利息和应收股利

资料来源：根据公司审计报告、2019 年一季报整理

2016—2018 年，公司流动资产波动下降。截至 2018 年底，公司流动资产 118.83 亿元，同比下降 8.55%。

截至 2018 年底，公司货币资金 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。

2016—2018 年，公司其他应收款年均复合增长 7.69%。截至 2018 年底，公司其他应收款 27.95 亿元，同比增长 7.71%，主要系与当地平台公司和衡阳松木工业园区管理委员会往来款增加所致。2018 年底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、衡阳伟达开发建设有限公司往来款 3.73 亿元、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，公司累计计提坏账准备 541.39 万元。

2016—2018 年，公司存货保持相对稳定。截至 2018 年底，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，待松木经开区管委会进行结算；此外还有少量已完工衡阳市万福陵园项目墓地工程）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、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）、金源公司土

地整理成本 10.65 亿元和代建业务投入 8.67 亿元，其余为衡阳市万福陵园项目在建墓地工程。

2016—2018 年，公司非流动资产波动下降。截至 2018 年底，公司非流动资产 6.93 亿元，同比下降 16.08%，主要系在建工程减少所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 73.00%。其中 2017 年底较 2016 年底大幅增长主要系在建工程转入所致；截至 2018 年底，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持续转入所致，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。

2016—2017 年，公司在建工程大幅下降，截至 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，较上年底保持稳定，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，截至 2019 年 3 月底，公司存货中用于借款抵押的土地资产（均为自主摘

牌土地) 22.31 亿元, 占资产总额的 17.78%。

3. 资本结构

近年来, 公司所有者权益有所增长, 所有者权益稳定性较好。

2016—2018 年, 公司所有者权益有所增长, 年均复合增长 8.69%。截至 2018 年底, 公司所有者权益 62.88 亿元。

2016—2018 年, 公司资本公积有所增长。其中 2017 年底较 2016 年底增加 5.86 亿元, 系

衡阳市财政局向公司拨付的资金。

截至 2019 年 3 月底, 公司所有者权益较上年底变化不大。

公司实际有息债务规模波动下降, 债务结构仍以长期债务为主, 债务负担一般。

2016—2018 年, 公司负债总额持续下降, 年均复合下降 11.84%。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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	25.64	31.70	10.92	14.18	11.48	18.26	11.42	18.24
一年内到期的非流动负债	3.09	3.82	6.65	8.64	6.09	9.69	6.09	9.73
流动负债	29.76	36.79	19.42	14.05	18.54	29.48	18.29	29.21
长期借款	19.98	24.70	15.39	11.14	11.01	17.51	11.01	17.58
应付债券	23.39	28.92	23.29	16.85	18.12	28.82	18.12	28.94
长期应付款	7.77	9.61	18.91	13.68	15.20	24.17	15.20	24.27
非流动负债	51.14	63.21	57.59	41.67	44.33	70.50	44.33	70.79
负债总额	80.89	100.00	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 2016-2017 年底
资料来源: 根据公司审计报告、2019 年一季报整理

2016—2018 年, 公司流动负债快速下降, 年均复合下降 21.06%, 主要系其他应付款快速下降所致。截至 2018 年底, 公司流动负债 18.54 亿元, 同比下降 4.49%。

2016—2018 年, 公司其他应付款快速下降, 年均复合下降 33.07%。其中 2017 年底较 2016 年底快速下降主要系归还与衡阳市财 11.48 亿元政局往来款所致。截至 2018 年底, 其他应付款(应付利息 0.62 亿元、其他应付款 10.86 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。

截至 2018 年底, 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。

2016—2018 年, 公司非流动负债波动下降。

截至 2018 年底, 非流动负债 44.33 亿元, 同比下降 23.02%。

2016—2018 年, 公司长期借款快速下降, 年均复合下降 25.77%。截至 2018 年底, 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。

2016—2018 年, 公司应付债券有所下降, 年均复合下降 11.97%。截至 2018 年底, 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。

2016—2018 年, 公司长期应付款波动增长, 年均复合增长 39.89%。其中 2017 年底较 2016 年底大幅增长主要系增加 11.74 亿元地方政府债务置换款所致; 截至 2018 年底, 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)。公司长期应付款为政府债务置换款(2016年含少量国开基金和农发基金借款), 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。

2016—2018年, 公司全部债务分别为46.45亿元、45.33亿元和35.22亿元。若将长期应付款纳入有息债务核算, 公司调整后全部债务分别为54.22亿元、64.24亿元和50.42亿元, 其中调整后长期债务占比分别为94.31%、89.65%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。近年来, 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均呈下降趋势, 2018年底分别为50.00%、41.35%和44.50%。截至2019年3月底, 公司债务规模和债务负担未发生变化。总体看, 公司债务负担一般。

4. 盈利能力

公司整体盈利能力尚可, 利润总额对财政补贴依赖大。

2016—2018年, 公司营业收入分别为8.33亿元、9.51亿元和8.73亿元。同期营业利润率分别为4.65%、8.23%和3.09%。

2016—2018年, 公司期间费用分别为0.55亿元、1.32亿元和1.32亿元, 以财务费用为主。期间费用率(期间费用占营业收入比重)持续上升, 近三年分别为6.63%、13.86%和15.07%, 主要系2017年期间费用增加以及2018年营业收入下滑所致。总体看, 公司期间费用控制能力有所减弱。

2016年, 公司营业外收入2.30亿元; 2017-2018年, 公司其他收益分别为2.70亿元和2.81亿元, 全部为政府补贴; 近三年利润总额分别为2.03亿元、2.12亿元和1.71亿元。公司利润对财政补贴依赖大。

2016—2018年, 总资本收益率持续上升,

净资产收益率持续下降, 2018年分别为4.26%和2.72%。总体看公司整体盈利能力尚可。

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, 绝大部分为土地开发收入。营业利润率9.77%; 同期, 利润总额1.69万元。

5. 现金流分析

经营活动现金净流量持续为负。受在建项目投入有所放缓以及融资环境遇冷影响, 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。2016—2018年, 由于收到的往来款波动较大, 公司经营活动现金流入量波动较大, 分别为32.70亿元、8.68亿元和23.71亿元, 同期, 由于在建项目投入以及往来款支出高于其流入, 经营活动现金流量净额持续为负, 近三年分别为-2.01亿元、-5.45亿元和-1.43亿元。2016—2018年公司现金收入比分别为100.29%、52.87%和100.57%, 2018年来收入实现质量明显提升。

2016—2018年, 公司投资活动相对较少。2016年公司收到其他与投资活动有关的现金2.20亿元, 为公司收回银行理财产品本金。近三年, 投资活动现金流量净额分别为1.08亿元、-0.20亿元和0.04亿元。

2016—2018年, 公司筹资活动持续收缩, 筹资活动现金流入量快速下降, 分别为18.18亿元、15.06亿元和4.71亿元。其中收到其他与筹资活动有关的现金主要是收到的债务置换款以及部分质押存单。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。由于近年来偿还压力逐年增大, 近三年筹资活动现金流量净额持续下滑, 分别为11.57亿元、3.19亿元和-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. 偿债能力

公司短期债务规模偏小，短期偿债能力尚可；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，公司整体偿债风险很小。

2016—2018年，公司流动比率和速动比率均波动上涨，截至2018年底，分别为640.80%和195.60%；截至2019年3月底，上述指标分别为648.85%和188.90%。2016—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，公司现金短期债务比分别为1.34倍和0.93倍，总体看，公司短期偿债能力尚可。

2016—2018年，公司EBITDA分别为2.60亿元、4.31亿元和4.56亿元，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分别为20.82倍、14.90倍和11.07倍，公司长期偿债能力偏弱。

截至2019年9月底，公司共获得银行授信34.03亿元，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9月底，公司对外担保余额9.05亿元，担保比率14.39%（以2018年底所有者权益为计算基础），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、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1.20亿元和对湖南森特实业投资有限公司提供保证担保余额4.85亿元。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。

考虑到政府对公司的持续有力支持，总体看，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

母公司资产、权益占合并口径比例一般，

负债占合并口径比例较高，收入和利润总额占比很高，整体债务负担一般。

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年底，母公司资产负债率为53.65%，全部债务资本化比率42.40%。

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。

截至2019年3月底，母公司资产总额87.08亿元，所有者权益合计40.54亿元；2019年1—3月，公司实现营业收入0.81元，利润总额0.04亿元。

偿债指标方面，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为431.24%和95.72%。2019年3月底分别为438.12%和88.28%。2018年底和2019年3月底母公司现金短期债务比分别为1.78倍和1.16倍。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

若本期中期票据发行金额为9.00亿元，分别相当于2018年底公司调整后长期债务和调整全部债务的20.30%和17.85%，对公司现有债务结构影响较大。

截至2018年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为50.00%和44.50%，以公司2018年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至53.34%和48.59%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据全部用于偿还存量金融机构贷款，公司实际债务负担可能小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

若本期中期票据发行金额为9.00亿元，2016—2018年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额的0.29倍、0.48倍和0.51倍，EBITDA对本期中期票据覆盖程度弱。公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的3.63倍、0.96倍和2.63倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖能力尚可。公司经营活动现金流量净额持续为负，对本期中期票据不具备保障能力。考虑到公司持续获得外部的大力支持，总体看，对本期中期票据偿还能力很强。

十、结论

公司是衡阳市水利工程项目的主体建设主体，在水利建设方面具有一定专营性。近年来，衡阳市政府在资产注入、财政资金补贴等方面给予公司有力支持。

近年来，公司营业收入波动增长，资产规模波动下降；资产中其他应收账款和存货（主要是土地资产）占比很大，资产流动性弱，资产质量一般。公司有息债务规模波动下降，债务结构仍以长期债务为主，债务负担一般。

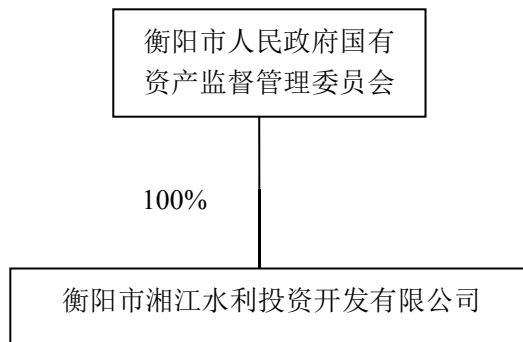
未来随着衡阳市水利工程项目的逐步推进，公司整体收入和利润规模有望持续稳定。

联合资信对公司的评级展望为稳定。

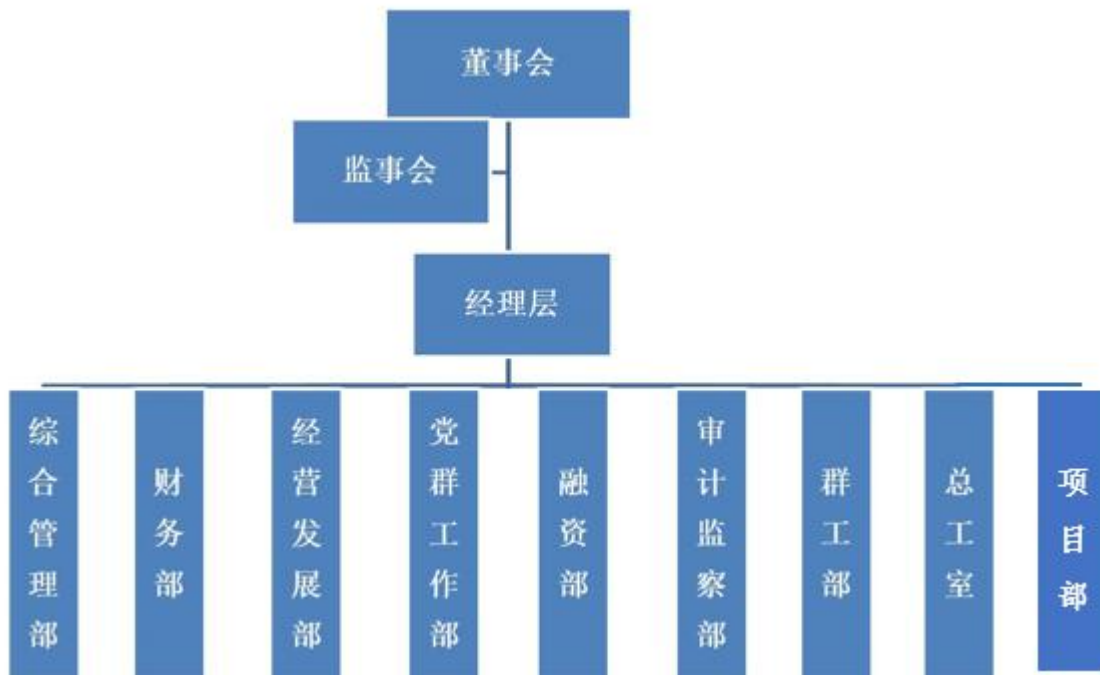
本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖能力尚可。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
衡阳市金源开发建设投资有限公司	20000.00	商务服务业	100.00		同一控制下企业合并
衡阳市白沙片区整体城镇化建设投资有限公司	50000.00	商务服务业	100.00		设立
衡阳市万福陵园开发有限公司	2000.00	专业技术服务	100.00		非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

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
调整后长期债务(亿元)	51.14	57.59	44.33	44.33
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
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	--
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	--
现金短期债务比(倍)	6.34	3.02	1.34	0.93
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	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.30	1.48	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.10	17.05	7.15	4.66
资产总额(亿元)	92.61	100.21	87.40	87.08
所有者权益(亿元)	30.23	38.15	40.51	40.54
短期债务(亿元)	1.59	4.45	4.02	4.02
长期债务(亿元)	33.44	32.40	25.80	25.80
全部债务(亿元)	35.02	36.85	29.82	29.82
营业收入(亿元)	8.26	5.30	8.47	0.81
利润总额(亿元)	2.05	2.07	2.37	0.04
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-3.08	-3.52	-0.43	-2.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.13	0.08	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.09	--
现金收入比(%)	100.27	66.56	100.00	0.00
营业利润率(%)	5.83	8.82	5.52	--
总资本收益率(%)	4.09	3.76	4.62	--
净资产收益率(%)	6.74	5.42	5.88	--
长期债务资本化比率(%)	52.52	45.93	38.91	38.89
全部债务资本化比率(%)	53.68	49.14	42.40	42.38
资产负债率(%)	67.36	61.93	53.65	53.44
流动比率(%)	303.02	448.53	431.24	438.12
速动比率(%)	79.91	124.58	95.72	88.28
经营现金流动负债比(%)	-11.25	-17.47	-2.39	--
现金短期债务比(倍)	8.24	3.83	1.78	1.16
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

附件 4 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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

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 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

衡阳市湘江水利投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

衡阳市湘江水利投资开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对衡阳市湘江水利投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，衡阳市湘江水利投资开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注衡阳市湘江水利投资开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现衡阳市湘江水利投资开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对衡阳市湘江水利投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如衡阳市湘江水利投资开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对衡阳市湘江水利投资开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与衡阳市湘江水利投资开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。