信用评级公告

联合〔2021〕7137 号

联合资信评估股份有限公司通过对衡阳市湘江水利投资开发有限公司及其相关存续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“16 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN001”和“20 衡阳水投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）:（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

衡阳市湘江水利投资开发有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
16 衡阳水投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 衡阳水投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 衡阳水投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 衡阳水投 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2021/12/07
20 衡阳水投 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2022/04/16
20 衡阳水投 MTN002	9.00 亿元	9.00 亿元	2022/06/15

注：“20 衡阳水投 MTN001”、“20 衡阳水投 MTN002”到期兑付日按首个行权日测算。上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 26 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	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

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。跟踪期内，公司经营环境良好，公司在资产注入和财政补贴方面持续获得衡阳市政府的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性弱、未来资本支出压力较大及 2022 年或面临较大集中兑付压力等因素可能对公司经营和信用水平带来的不利影响。

未来随着衡阳市经济持续增长及城镇化发展，公司承建项目持续推进，预期公司收入及盈利有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN001”和“20 衡阳水投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2020 年，衡阳市实现地区生产总值为 3508.50 亿元，同比增长 4.0%；衡阳市一般公共预算收入完成 173.47 亿元，同比增长 1.92%。
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要建设主体，持续获得衡阳市政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。2020 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴 2.80 亿元。2021 年 1 月，衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会将其持有的湖南华侨城文旅投资有限公司 10%的股权无偿划转至公司，增加公司长期股权投资 11.74 亿元。

关注

1. **资产流动性弱。**跟踪期内，公司资产仍以存货和其他应收款为主，截至 2021 年 3 月底，公司存货和其他应收款占总资产的比重分别为 60.45%和 24.18%，对资金形成较大占用。

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	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

分析师： 迟腾飞　汪宜徽

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

2. **未来资本支出压力较大。**截至 2021 年 3 月底，公司在建项目未来尚需投资规模较大。
3. **或面临较大集中兑付压力。**若“20 衡阳水投 MTN001”和“20 衡阳水投 MTN002”的投资者选择在 2022 年行使债券回售权，则公司 2022 年需兑付债券合计 20.80 亿元，集中兑付压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.20	1.45	10.14	9.34
资产总额(亿元)	125.76	132.25	132.57	144.04
所有者权益(亿元)	62.88	64.31	62.83	74.48
短期债务(亿元)	6.09	5.19	12.07	12.07
长期债务(亿元)	44.33	40.28	39.41	39.41
全部债务(亿元)	50.42	45.47	51.48	51.48
营业收入(亿元)	8.73	7.98	8.74	1.18
利润总额(亿元)	1.71	1.45	2.11	0.01
EBITDA(亿元)	4.56	2.68	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-0.33	-1.90	-0.56
营业利润率(%)	3.09	7.03	13.60	6.44
净资产收益率(%)	2.72	2.25	3.36	--
资产负债率(%)	50.00	51.38	52.61	48.29
全部债务资本化比率(%)	44.50	41.42	45.04	40.87
流动比率(%)	640.80	454.76	434.33	436.04
经营现金流动负债比(%)	-7.70	-1.20	-6.26	--
现金短期债务比(倍)	1.35	0.28	0.84	0.77
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	1.71	2.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.07	16.95	13.28	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	87.40	87.03	105.32	116.55
所有者权益（亿元）	40.51	42.50	44.64	56.30
全部债务(亿元)	32.91	30.35	45.79	45.79
营业收入(亿元)	8.47	7.81	8.54	1.17
利润总额(亿元)	2.37	2.01	2.16	0.01
资产负债率（%）	53.65	51.17	57.62	51.70
全部债务资本化比率(%)	44.82	41.67	50.64	44.85
流动比率（%）	431.24	419.59	354.50	358.25
经营现金流动负债比(%)	-2.39	-9.64	-17.11	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

评级历史：

债项名称	债项级别	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
16 衡阳水投 MTN001 20 衡阳水投 MTN001 20 衡阳水投 MTN002	AA	AA	稳定	2020/06/24	姚玥 张铖 郑重	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）	阅读全文
20 衡阳水投 MTN002	AA	AA	稳定	2020/05/22	姚玥 张铖 郑重	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）	阅读全文
20 衡阳水投 MTN001	AA	AA	稳定	2020/03/09	姚玥 张铖	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）	阅读全文
16 衡阳水投 MTN001	AA	AA	稳定	2016/06/24	黄海伦 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 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编号

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，联合资信评估股份有限公司（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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（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定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构发生变化，2021 年 5 月，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”）将公司 10%股权无偿转让给湖南省国有投资经营有限公司（以下简称“湖南省国投”，实际控制人为湖南省人民政府）。截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元，衡阳市国资委和湖南省国投分别持有公司 90%和 10%股权，公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍为衡阳市国资委。

跟踪期内，公司调整了经营范围，公司在原经营范围基础上新增了以下内容：以自有合法资金对外进行农业水利、文化旅游投资业务（不得从事股权投资、债权投资、短期财务性投资及面对特定对象开展受托资产管理等金融业务，不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；旅游资源开发、建设、经营；农产品、粮油、畜禽产品、乳制品、水产品、食品、调味品、饮料、酒类的批发和销售；饮料、预包装食品（含冷冻冷藏，不含熟食卤味）、日用百货、家用电器、化妆品、计算机软硬件、电子数码产品的销售。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设融资部、综合管理部、经营发展部、财务管理部和总工室等职能部门；拥有 3 家全资子公司。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 132.57 亿元，所有者权益合计 62.83 亿元；2020 年，公司实现营业收入 8.74 亿元，利润总额 2.11 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 144.04 亿元，所有者权益合计 74.48 亿元；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.18 亿元，利润总额 0.01 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：肖斌。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券尚需偿还本金合计 22.00 亿元，详情见表 1。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。

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
16 衡阳水投 MTN001	7.00	7.00	2016/12/07	5 年
20 衡阳水投 MTN001	6.00	6.00	2020/04/16	5（2+2+1）
20 衡阳水投 MTN002	9.00	9.00	2020/06/15	5（2+2+1）
合计	**22.00**	**22.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

“16 衡阳水投 MTN001”募集资金 7.00 亿元，其中 1.00 亿元用于偿还公司有息债务，6.00 亿元用于衡阳婚庆基地项目，截至 2021 年 3 月底，募集资金均已按计划使用完毕；衡阳婚庆基地总投资 10.00 亿元，已完成投资 8.50 亿元。目前项目尚未形成收益。

“20 衡阳水投 MTN001”募集资金 6.00 亿元，全部用于偿还公司有息债务，截至 2021 年 3 月底，募集资金已按照计划使用完毕。

“20 衡阳水投 MTN002”募集资金 9.00 亿元，全部用于偿还公司有息债务，截至 2021 年 3 月底，

募集资金已按照计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储

备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，衡阳市经济持续增长，固定资产投资保持较快增速，一般公共预算收入稳步上升，公司经营环境良好。

衡阳市为湖南省地级市，位于湖南省中南部，湘江中游，衡山之南，总面积 15310 平方公里，是湖南省的第二大城市。衡阳市辖雁峰区、石鼓区、珠晖区、蒸湘区、南岳区 5 个市辖区，衡阳县、衡

南县、衡山县、衡东县、祁东县 5 个县，代管耒阳市、常宁市 2 市，并设有 1 个国家级高新技术产业开发区（衡阳高新技术产业开发区）和 1 个省级经济开发区（衡阳松木经济开发区）。

根据《衡阳市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，衡阳市地区生产总值为 3508.50 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.0%。2020 年，衡阳市第一产业增加值 441.67 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1159.32 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 1907.50 亿元，增长 3.3%，三次产业结构由 2019 年的 11.2：32.4：56.4 调整为 12.6：33.0：54.4。

2020 年，衡阳市固定资产投资比上年增长 9.4%。分投资方向看，民生工程投资增长 14.4%，生态环境投资增长 25.4%，基础设施投资增长 4.2%，高新技术产业投资增长 71.6%，工业投资增长 3.4%。

根据《2020 年衡阳市全市及市本级预算执行情况》，2020 年，衡阳市一般公共预算收入完成 173.47 亿元，同比增长 1.92%。同期，衡阳市税收收入为 113.87 亿元，税收收入占一般公共预算收入的 65.64%；衡阳市政府性基金收入为 292.43 亿元，同比增长 8.71%。

截至 2020 年底，衡阳市三类债务余额 2119.97 亿元，其中政府债务 757.4 亿元；市本级三类债务余额 1252.07 亿元，其中政府债务 378.23 亿元。

根据《衡阳市 2021 年 1－3 月统计月报》，2021 年一季度，衡阳市地区生产总值增长 12.8%，规模工业增加值增长 13.9%；完成地方一般公共预算收入 49.19 亿元，同比增长 16.0%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司保持区域竞争优势，持续得到地方政府在资产注入及财政补贴等方面的有力支持。

公司是衡阳市重要的基础设施建设和土地整理主体，重点打造“三江六岸”（湘江、耒水、蒸水两岸风光带）水利项目。衡阳市平台主要包括衡阳市城市建设投资有限公司（以下简称“衡阳市城投”）、衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（以下简称“弘湘国投”）、衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“衡阳高新投”）、衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“滨江新区投”）和公司等，其中衡阳市城投主要负责衡阳市市本级土地整理和基础设施建设业务，弘湘国投主要负责衡阳市工业、教育、林业、农业、物流和园区等产业开发及国有资本运营，衡阳高新投主要负责衡阳高新技术产业开发区基建及棚户区改造项目，滨江新区投主要负责滨江新区土地整理和基建业务；业务区域分布与公司存在差异。

表 4　衡阳市主要基础设施建设主体 2020 年财务概况

（单位：亿元、%）

项目名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
公司	**132.57**	**62.83**	**8.74**	**2.11**	**52.61**
衡阳市城投	1089.77	469.74	21.08	4.41	56.90
弘湘国投	352.48	181.25	16.28	2.10	48.58
衡阳高新投	170.84	64.04	10.58	1.41	62.52
滨江新区投	214.58	73.79	7.87	2.65	65.61

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴为 2.80 亿元（计入其他收益）。根据衡阳市国资委 2021 年 1 月 6 日出具的《关于将湖南华侨城文旅投资有限公司（以下简称“湖南华侨城”）部分股权无偿划入衡阳市湘江水利投资开发有限公司的批复》（衡国资〔2021〕60 号），衡阳市国资委将其持有的湖南华侨城 10%的股权无偿划转至公司，增加公司长期股权投资 11.74 亿元（2020 年底，湖南华侨城资产总额 211.57 亿元，净资产 121.99 亿元，2020 年实现收入 40.01 亿元，利润

总额 8.06 亿元）。

根据中国人民银行企业信用报告（中证码：4304000000458849），截至 2021 年 7 月 12 日，公司本部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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、治理结构和管理制度等均未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入同比有所上升，以土地开发收入及代建业务收入为主；综合毛利率大幅提升。

2020 年，公司实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 9.53%，主要收入来源仍为土地开发收入，同期实现代建业务收入 1.33 亿元。公司其他业务主要是衡阳市松木经开区范围内标准厂房和公租房等产生的租金收入和墓地服务收入。

2020 年，由于土地开发和其他业务板块毛利率上升，带动公司综合毛利率提升至 14.67%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.18 亿元，相当于 2020 年全年营业收入的 13.47%，全部为土地开发收入；同期，公司综合毛利率 6.44%。

表 5　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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	1.60	20.10	4.63	1.33	15.21	4.63	--	--	--
土地开发收入	6.21	77.89	12.46	7.21	82.50	15.67	1.17	99.74	6.38
其他业务	0.17	2.01	-124.09	0.20	2.28	45.36	0.00	0.26	28.87
合计	**7.98**	**100.00**	**8.00**	**8.74**	**100.00**	**14.67**	**1.18**	**100.00**	**6.44**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

公司基础设施建设业务由衡阳市财政局委托，跟踪期内，公司的代建收入同比略有下降，在建项目未来投资规模较大，存在一定的融资需求。

公司承担了衡阳市“三江六岸”（湘江、耒水、蒸水两岸风光带）范围内的基础设施建设业务，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。

2020 年，公司确认代建收入 1.33 亿元，同比略有下降，截至本报告出具日，2020 年代建收入已全部回款。公司在建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 2021 年 3 月底，公司主要在建的代建项目 4 个，项目总投资 52.40 亿元，已完成投资 12.39 亿元，剩余投资规模较大，公司存在一定的融资需求。

表 6　截至 2021 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
白沙片区整体城镇化建设项目一期	20.40	3.20
横江湿地公园项目	22.00	2.17

湘江东岸苏州湾片区综合整理开发项目	8.00	6.35
蒸水流域排污口封堵及排污干管建设项目	2.00	0.67
总计	**52.40**	**12.39**

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整理收入，同比有所增长。公司土地整理业务剩余投资规模仍较大，公司存在一定的融资需求。

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。土地整理业务方面，公司受衡阳市国土资源局等单位委托，对土地进行整理开发，即在完成征地、拆迁、配套基础设施建设完成之后，使土地成为可供出让的熟地，国土资源局等单位根据所开发土地项目的总投资（含土地成本），按项目总投资额加成一定比例（一般为项目投资成本的 10-20%）作为结算款与公司进行结算。2020 年及 2021 年一季度，公司土地开发收入分别为 7.21 亿元和 1.17 亿元，均为土地整理收入，截至本报告出具日，已全部收到回款。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建的土地整理项目 4 个，整体土地面积 2592.61 亩，项目总投资 29.36 亿元，已完成投资 18.02 亿元，剩余投资规模仍较大，公司存在一定的融资需求。

表 7　截至 2021 年 3 月底主要在建土地整理项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	土地面积	总投资	已完成投资
综合整理地块一	961.31	9.64	6.15
综合整理地块二	670.43	6.70	3.47
综合整理地块三	640.87	6.43	2.45
苏州湾片区地块	320.00	6.60	5.96
总计	**2592.61**	**29.36**	**18.02**

资料来源：公司提供

土地回购方面，截至 2021 年 3 月底，公司尚持有账面价值 6.40 亿元的待回购土地。

3. 未来发展

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 2021 年 3 月底，公司在建的自持项目 2 个，为衡阳市万福陵园项目和衡阳婚庆基地项目。其中衡阳市万福陵园项目总投资额 14.71 亿元，截至 2021 年 3 月底已完成投资 4.30 亿元，项目主要依靠墓位销售和提供墓地服务获取收益，根据公司提供的可研报告，该项目预计实现利润总额 9.65 亿元，总投资收益率 65.60%。衡阳婚庆基地总投资 10.00 亿元，已完成投资 8.50 亿元，根据《衡阳市婚庆基地项目可行性研究报告》，项目主要依靠基地内商铺销售和精品主题酒店出租获取收益，其中商铺销售预计产生 11.90 亿元，精品酒店预计年租金收入 2400 万元，截至目前，由于基地建设及运营准备工作尚未完成，目前项目尚未形成收益。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报告，容诚会计师事务所（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；2021年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2020年及2021年1－3月，公司合并范围无变化，截至2021年3月底，公司拥有3家全资子公司，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 132.57 亿元，所有者权益合计 62.83 亿元；2020 年，公司实现营业收入 8.74 亿元，利润总额 2.11 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额

144.04 亿元，所有者权益合计 74.48 亿元；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.18 亿元，利润总额 0.01 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长；资产中其他应收账款和存货占比很高，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 132.57 亿元，较上年底增长 0.24%，变化不大。公司资产以流动资产（占 99.36%）为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.45	1.10	10.14	7.65	9.34	6.48
其他应收款	34.38	26.00	35.27	26.61	34.82	24.18
存货	89.82	67.92	86.09	64.94	87.07	60.45
流动资产	**125.80**	**95.12**	**131.71**	**99.36**	**131.44**	**91.26**
投资性房地产	5.24	3.96	--	--	--	--
非流动资产	**6.45**	**4.88**	0.85	0.64	12.59	8.74
资产总额	**132.25**	**100.00**	**132.57**	**100.00**	**144.04**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告、2021年一季报整理

截至 2020 年底，公司流动资产 131.71 亿元，较上年底增长 4.70%。公司流动资产主要由货币资金（占 7.70%）、其他应收款（占 26.78%）和存货（占 65.36%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 10.14 亿元，较上年底增加 8.69 亿元，主要系债务融资所致，货币资金中无使用受限资金。

截至 2020 年底，其他应收款 35.27 亿元，较上年底增长 2.59%，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经开区管理委员会往来款 14.53 亿元（占 41.03%）、应收衡阳伟达开发建设有限公司往来款 3.76 亿元（占 10.63%，为当地国企，实控人为衡阳市国资委）、应收衡阳市财政局往来款 3.75 亿元（占 10.58%）、应收衡阳松木开发建设投资有限公司 3.17 亿元（占 8.95%）以及应收衡阳松木工业园区财政局 2.77 亿元（占 7.81%），前五名欠款方合计占比 79.00%，集中度高；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.16 亿元，累计计提坏账准备 0.09 亿元；单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 0.24 亿元，累计计提坏账准备 0.05 亿元；公司其他应收款累计计提坏账准备 0.14 亿元，计提坏账比例 0.40%。

截至 2020 年底，公司存货 86.09 亿元，较上年底下降 4.15%，其中开发产品（主要为已完工待售墓地资产）和开发成本（主要为代建项目、土地整理项目投入、土地使用权以及在建中的自营项目成本等）分别为 1.21 亿元和 84.88 亿元。存货中用于借款抵押的土地资产 32.89 亿元，占存货的 38.21%，抵押比率较高。

截至 2020 年底，公司非流动资产 0.85 亿元，较上年底下降 86.79%，主要系公司投资性房地产减少所致。

2020 年，根据衡阳市国资委文件（衡国资〔2020〕162 号）《关于衡阳市湘江水利投资开发有限公司资产整合的批复》，为充分发挥公司业务特点，公司将其持有的标准厂房和公租房等全部投资性房地产无偿划转至湖南森特实业投

资有限公司，截至 2020 年底，公司未持有任何投资性房地产。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 144.04 亿元，较上年底增长 8.65%，主要系长期股权投资增加所致；公司新增长期股权投资 11.74 亿元，系衡阳市国资委将其持有的湖南华侨城 10%的股权无偿划转至公司所致。受限资产方面，截至 2021 年 3 月底，公司存货中尚有 26.70 亿元土地用于抵押，受限资产占总资产比为 18.54%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，由于资产划转事项影响，公司所有者权益有所波动，所有者权益结构未发生重大变化，整体稳定性较好；公司有息债务规模有所增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担较轻，但 2022 年集中支付压力较大。

所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 62.83 亿元，较上年底下降 2.30%，主要系资本公积下降所致，其中资本公积 38.55 亿元，较上年底减少 3.57 亿元，系公司将其持有的标准厂房和公租房等全部投资性房地产无偿划转至湖南森特实业投资有限公司所致；未分配利润 19.95 亿元，较上年底增长 10.40%，系当年利润累积所致。所有者权益中实收资本占比 4.77%、资本公积占比 61.36%、未分配利润占比 31.76%，资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 74.48 亿元，较上年底增长 18.55%，主要系衡阳市国资委将其持有的湖南华侨城 10%的股权无偿划转至公司增加公司资本公积所致。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额 69.74 亿元，较上年底增长 2.64%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 43.48%，非流动负债占 56.52%，流动负债占比较上年底有所上升。

截至 2020 年底，公司流动负债 30.33 亿元，较上年底增长 9.92%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 17.76 亿元，较上年底下降 18.21%，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 98.81%，集中度很高。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.01 亿元，较上年底增长 112.08%，其中一年内到期的长期借款 1.41 亿元，一年内到期的应付债券 9.60 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 39.41 亿元，较上年底下降 2.16%。

截至 2020 年底，公司长期借款 9.89 亿元，较上年底增长 3.80%，长期借款由保证借款（1.40 亿元）和抵押借款（8.49 亿元）构成，借款利率范围为 4.90%~6.65%。

截至 2020 年底，公司应付债券 20.75 亿元，较上年底增长 33.40%，系新增 6.00 亿元“20 衡阳水投 MTN001”和 9.00 亿元“20 衡阳水投 MTN001”所致。

截至 2020 年底，公司长期应付款 8.78 亿元，较上年底下降 42.27%，公司长期应付款全部为地方政府贷转债资金（地方政府拨付的用于置换公司借款的专项债资金），均为有息债务，已调整至长期债务核算。

截至2021年3月底，公司负债总额69.56亿元，较2020年底下降0.26%，负债规模和结构均变化不大。

表 9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	5.19	12.07	12.07
长期债务	40.28	39.41	39.41
全部债务	45.47	51.48	51.48
资产负债率	51.38	52.61	48.29
全部债务资本化比率	41.42	45.04	40.87

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
长期债务资本化比率	38.51	38.55	34.61

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司全部债务为 51.48 亿元，较上年底增长 13.21%，其中短期债务和长期债务分别占比 23.44%和 76.56%。2021 年 3 月底，公司全部债务为 51.48 亿元，较 2020 年底未发生变化。

截至 2020 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为 52.61%、38.55%和 45.04%，较 2019 年底分别增加 1.23 个、0.03 个和 3.62 个百分点；截至 2021 年 3 月底，上述指标均有所下降，分别为 48.29%、34.61%和 40.87%。跟踪期内，公司债务水平波动下降。

2021－2023年，公司需偿还的有息债务分别为12.07亿元、26.57亿元和0.80亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，目前盈利能力依然较弱，利润总额对财政补贴依赖大。

2020 年，公司营业收入 8.74 亿元，同比增长 9.53%。公司 2020 年营业利润率为 13.60%，同比提高 6.57 个百分点。

表 10 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	7.98	8.74
其他收益	2.16	2.80
利润总额	1.45	2.11
营业利润率	7.03	13.60
总资本收益率	2.11	3.33
净资产收益率	2.25	3.36

资料来源：根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用 1.87 亿元，同比增长 83.94%，主要系财务费用大幅增加所致。期间费用率 21.34%，同比增加 8.63 个百分点，期间费用对利润的侵蚀有所加重。

2020 年，公司其他收益 2.80 亿元，同比增长 29.81%，全部为政府补贴；利润总额 2.11 亿元，同比增长 45.83%。公司利润对财政补贴依赖大。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.33%和 3.36%，同比分别增加 1.22 个和 1.11 个百分点，总体看，公司整体盈利能力依然较弱。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.18 亿元，营业利润率 6.44%；同期，利润总额 0.01 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，经营活动现金净流量持续为负，筹资活动现金流量净额由负转正，考虑到未来尚需投资规模依然较大，公司未来仍存在较大的融资压力。

公司经营活动主要是经营业务收支和往来款等。2020年，公司经营活动现金流入12.78亿元，同比下降46.19%，主要系收到的往来款（计入收到其他与经营活动有关的现金）大幅下降所致；同期，经营活动现金流量净额持续为负，为-1.90亿元。2020年公司现金收入比由2019年的100.66%小幅下降至100.17%，收入实现水平基本持平。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入	23.74	12.78	2.77
经营活动现金流出	24.08	14.68	3.33
经营活动净现金流	-0.33	-1.90	-0.56
现金收入比	100.66	100.17	100.04
投资活动净现金流	0.04	0.04	-0.07
筹资活动净现金流	-6.42	10.55	-0.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额 365.46 万元。

2020年，公司筹资活动现金流入大幅增长1731.25%至29.30亿元，为公司发行债券及取得借款收到的现金。同期筹资活动现金流出18.75亿元，

同比大幅增长133.74%，主要为偿还债务本息所支付的现金；筹资活动现金流量净额由负转正至10.55亿元。

2021年1－3月，公司经营活动净现金流-0.56亿元；公司投资活动净现金流-0.07亿元；筹资活动净现金流-0.17亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债指标均较弱，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2020年底，公司流动比率和速动比率分别为434.33%和150.45%，较2019年底分别变动-20.43和20.37个百分点。截至2021年3月底，上述指标分别为436.04%和147.21%，较2020年底变动不大。2020年，公司经营活动现金流量净额为负，对公司流动负债无保障能力。截至2021年3月底，公司现金短期债务比为0.77倍，公司现金类资产对短期债务保障能力较弱。

2020年，公司EBITDA为3.88亿元，同比增长44.42%；全部债务/EBITDA由2019年的16.95倍下降至13.28倍；EBITDA利息倍数2.29倍，同比增加0.58倍，公司长期偿债能力仍较弱。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 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 27.25 亿元，已使用授信额度 15.25 亿元，未使用额度 12.00 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保金额 8.60 亿元，其中对衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司担保金额 1.80 亿元，对湖南森特实业投资有限公司担保金额 6.80 亿元，公司对外担保比率 11.55%。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。

7. 母公司财务分析

母公司资产和负债规模占合并口径的比重较高。母公司收入规模占合并口径很高，利润总额超过合并口径。

截至 2020 年底，母公司资产总额 105.32 亿元，较上年底增长 21.02%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。其中流动资产占 90.75%，非流动资产占 9.25%，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 79.45%，占比较高。

截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 44.64 亿元，较上年底增长 5.04%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 6.72%）、资本公积（占 63.73%）和未分配利润（占 26.59%）构成，母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 71.05%，占比较高。

截至 2020 年底，母公司负债合计 60.68 亿元，较上年底增长 36.26%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券增长所致，其中流动负债占 44.43%、非流动负债占 55.57%，母公司负债占合并报表负债的 87.01%。截至 2020 年底，母公司资产负债率 57.62%，全部债务资本化比率 50.64%；母公司短期债务 12.07 亿元，现金短期债务比 0.83 倍，母公司对短期债务保障能力较弱。

2020 年，母公司实现营业收入 8.54 亿元，占合并报表营业收入的 97.72%；母公司利润总额为 2.16 亿元，同比增长 7.33%。

九、存续期内债券偿还能力分析

公司2021年存续债券偿债压力一般；待偿本金峰值出现在2022年，面临较大的集中兑付压力。

截至本报告出具日，公司存续债券余额合计27.80亿元，其中2021年到期的应付债券为7.00亿元。若“20衡阳水投MTN001”和“20衡阳水投MTN002”到期兑付日按首个行权日测算，则公司存续债券偿债峰值出现在2022年，当年公司需兑付债券合计20.80亿元。

截至2021年3月底，公司现金类资产9.34亿元，为2021年到期的债券余额的1.33倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为12.78亿元、-1.90亿元和3.88亿元，为公司存续债券偿债峰值的0.61倍、-0.09倍和0.19倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

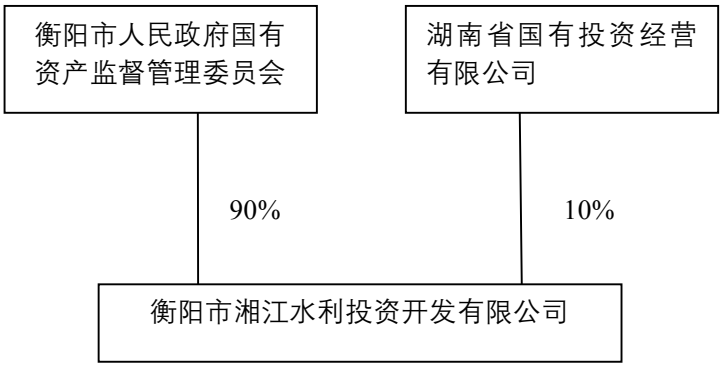
项　目	指标值
2021 年到期债券余额	7.00
未来待偿债券本金峰值	20.80
2021 年 3 月底现金类资产/2021 年到期债券余额	1.33
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.61
2020 年经营活动现金流净额未来待偿债券本金峰值	-0.09
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信整理

十、结论

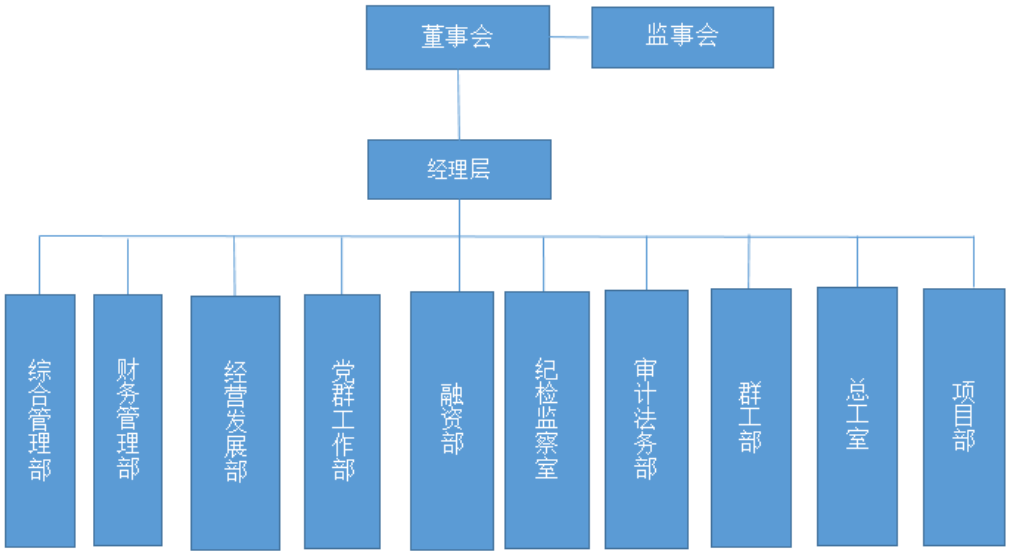
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“16衡阳水投MTN001”“20衡阳水投MTN001”和“20衡阳水投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至本报告出具日公司股权结构图



注：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



注：公司提供

附件 1-3 截至 2021 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责任公司	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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.20	1.45	10.14	9.34
资产总额(亿元)	125.76	132.25	132.57	144.04
所有者权益(亿元)	62.88	64.31	62.83	74.48
短期债务(亿元)	6.09	5.19	12.07	12.07
长期债务(亿元)	44.33	40.28	39.41	39.41
全部债务(亿元)	50.42	45.47	51.48	51.48
营业收入(亿元)	8.73	7.98	8.74	1.18
利润总额(亿元)	1.71	1.45	2.11	0.01
EBITDA(亿元)	4.56	2.68	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-0.33	-1.90	-0.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	180.53	435.47	--	--
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	100.57	100.66	100.17	100.04
营业利润率(%)	3.09	7.03	13.60	6.44
总资本收益率(%)	3.69	2.11	3.33	--
净资产收益率(%)	2.72	2.25	3.36	--
长期债务资本化比率(%)	41.35	38.51	38.55	34.61
全部债务资本化比率(%)	44.50	41.42	45.04	40.87
资产负债率(%)	50.00	51.38	52.61	48.29
流动比率(%)	640.80	454.76	434.33	436.04
速动比率(%)	195.60	130.08	150.45	147.21
经营现金流动负债比(%)	-7.70	-1.20	-6.26	--
现金短期债务比(倍)	1.35	0.28	0.84	0.77
全部债务/EBITDA(倍)	11.07	16.95	13.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	1.71	2.29	--

注：公司 2021 年一季报财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.15	0.92	9.99	9.20
资产总额(亿元)	87.40	87.03	105.32	116.55
所有者权益(亿元)	40.51	42.50	44.64	56.30
短期债务(亿元)	4.02	4.24	12.07	12.07
长期债务(亿元)	28.89	26.11	33.72	33.72
全部债务(亿元)	32.91	30.35	45.79	45.79
营业收入(亿元)	8.47	7.81	8.54	1.17
利润总额(亿元)	2.37	2.01	2.16	0.01
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-0.43	-1.78	-4.61	-0.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.09	0.09	--
现金收入比(%)	100.00	100.03	100.01	100.00
营业利润率(%)	5.52	10.85	13.95	6.38
总资本收益率(%)	4.43	4.07	4.26	--
净资产收益率(%)	5.88	4.73	4.83	--
长期债务资本化比率(%)	41.63	38.06	43.03	37.46
全部债务资本化比率(%)	44.82	41.67	50.64	44.85
资产负债率(%)	53.65	51.17	57.62	51.70
流动比率(%)	431.24	419.59	354.50	358.25
速动比率(%)	95.72	65.33	114.23	114.48
经营现金流动负债比(%)	-2.39	-9.64	-17.11	--
现金短期债务比(倍)	1.78	0.22	0.83	0.76
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：母公司 2021 年一季报财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

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-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 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。