信用等级公告

联合[2018] 1319 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳白沙洲开发建设投资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，确定维持衡阳白沙洲开发建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，并维持“14 白沙投债/PR 白沙投”、“16 白沙洲 MTN001”和“16 白沙洲 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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

衡阳白沙洲开发建设投资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
14 白沙投债/PR 白沙投	9.60 亿元	2021/8/22	AA	AA
16 白沙洲 MTN001	6.00 亿元	2021/6/14	AA	AA
16 白沙洲 MTN002	2.00 亿元	2021/11/25	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 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.35	26.20	19.01	15.73
资产总额(亿元)	136.87	169.90	178.93	180.69
所有者权益(亿元)	52.08	69.96	78.88	79.03
短期债务(亿元)	7.71	3.56	8.83	8.66
长期债务(亿元)	43.09	63.64	52.89	52.54
全部债务(亿元)	50.80	67.20	61.73	61.20
营业收入(亿元)	10.15	8.82	8.08	2.98
利润总额 (亿元)	0.86	0.49	0.65	0.18
EBITDA(亿元)	3.63	4.13	4.65	--
经营性净现金流(亿元)	-6.76	-25.85	-8.07	-2.37
营业利润率 (%)	4.88	4.30	4.20	5.15
净资产收益率(%)	1.65	0.70	0.80	--
资产负债率(%)	61.95	58.83	55.92	56.26
全部债务资本化比率(%)	49.38	48.99	43.90	43.64
流动比率(%)	278.73	456.17	358.95	345.11
经营现金流动负债比(%)	-18.92	-90.88	-21.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.98	16.26	13.28	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师
兰 迪 黄海伦
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

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市高新区重要的基础设施建设主体。跟踪期内，衡阳市及高新区经济持续发展，公司在资金注入及财政补贴方面持续得到外部支持，公司资产和权益规模进一步扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司盈利能力弱、经营性净现金流持续为负、对外部融资依赖较大等因素对公司经营带来的不利影响。

公司在衡阳市高新区区域优势突出，随着建设项目的稳步推进，公司有望保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“14 白沙投债/PR白沙投”、“16白沙洲MTN001”和“16白沙洲MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1、跟踪期内，衡阳市及高新区经济持续发展，高新区招商引资情况良好，为公司发展创造了良好的外部环境。
2、公司是衡阳市高新区重要的基础设施建设主体，股东在资金注入及财政补贴方面给予公司持续性的支持。

关注

1、公司利润总额对政府补贴收入依赖程度大，公司整体盈利能力弱。
2、跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负，对外部融资依赖较大。
3、公司未来待偿债券本金峰值较高，经营活动现金流入量对其保障程度较差，公司面临一定集中兑付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（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。

衡阳白沙洲开发建设投资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关于衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”或“白沙投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为衡阳市高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）。截至 2017 年底，公司注册资本 3.00 亿元，实收资本 1.00 亿元，剩余注资预计于 2030 年底前到位。2018 年，国开发展基金有限公司将以前年度对公司投资的 612 万元认缴公司股权。2018 年 3 月底，公司注册资本增至 30612 万元，其中高新区管委会持股 98%，国开基金持股 2%；实收资本仍为 1.00 亿元，公司已完成工商变更。

跟踪期内，公司作为衡阳高新区重要的建设主体，仍然负责白沙洲工业园区内的基础设施建设等业务，职能定位和营业范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设综合部、人事宣教部、财务部、融资部、资产经营部等 12 个职能部门；合并范围子公司 5 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 178.93 亿元，所有者权益 78.88 亿元；2017 年公司实现营业收入 8.08 亿元，利润总额 0.65 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 180.69 亿元，所有者权益 79.03 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.98 亿元，利润总额 0.18 亿元。

公司注册地址：衡阳市雁峰区蒸湘南路 147 号；法定代表人：陈建华。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告日，公司存续债券“14 白沙投债/PR 白沙投”、“16 白沙洲 MTN001”、“16 白沙洲 MTN002”尚需偿还债券余额 17.60 亿元。跟踪期内，公司均按时足额偿还债券本金及利息。

公司存续期债券“16 白沙洲 MTN001”和“16 白沙洲 MTN002”募集资金分别用于偿还银行贷款和信托贷款。截至 2018 年 3 月底，“16 白沙洲 MTN001”已使用募集资金 3.18 亿元，“16 白沙洲 MTN002” 已使用募集资金 2 亿元。

“14 白沙投债/PR 白沙投”募集资金全部用于衡阳综合保税区建设项目，该项目计划总投资 27.37 亿元，截至 2017 年底已完成投资 17.90 亿元。综合保税区一期工程量已完工，主要包括全市企业海关联检、进出口业务行政办公、生产加工、仓储、监管为主、检验平台及停车场等功能，占工程总量的 63.96%。二期、三期工程的土地平整工作现已完成。

综合保税区一期目前进驻企业 6 家，出租面积接近 10 万平方米。根据招商引资优惠政策，综合保税区以免除新入园企业 5 年标准厂房租金的方式进行招商，因此截至目前尚未产生收入，并没有达到公司发行“14 白沙投债/PR 白沙投”时所做的募投项目未来收入预测。联合资信将持续关注该项目未来收益情况。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 白沙投债/PR 白沙投	12.00	9.60	2014/08/22	7 年
16 白沙洲 MTN001	6.00	6.00	2016/06/14	5 年
16 白沙洲 MTN002	2.00	2.00	2016/11/25	5 年
合计	**20.00**	**17.60**	--	--

资料来源：联合资信整理

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	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、

	资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	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券品种的通知》财预【2017】89 号文	（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

跟踪期内，衡阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，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%。全市三次产业结构为 14.1∶38.7∶47.2，第三产业比重比上年提高 3.9 个百分点

产业结构不断优化；工业增加值占地区生产总值的比重为32.7%，比上年下降3个百分点；高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为14.0%，比上年提高0.7个百分点。

2017年，全市规模工业增加值累计增长6.8%，完成固定资产投资（不含农户）2615.85亿元，增长14.6%。全市工业固定资产投资934.80亿元，增长14.9%，占固定资产投资的比重为35.7%。2017年衡阳市固定资产投资增长较快，为经济发展提供了保障。

2017年，作为国家级高新区的衡阳高新区经济实现较快增长，招商引资情况良好，为区域经济的未来持续发展提供支撑。

衡阳高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”）1992年6月经湖南省人民政府批准成立。2012年，由白沙洲工业园和原衡阳高新区联合申报国家级开发区获批，总面积达137.35平方公里。其中，核心区面积43.35平方公里，白沙洲工业园64平方公里，衡山科学城20平方公里，输变电产业园和钢管深加工产业聚集区10平方公里。学校、医院、商贸等配套设施齐全，已成为全市高新技术产业发展的重要阵地、新型城市化的重要区域。

2017年，衡阳高新区地区生产总值同比增长8.5%；规模以上工业总产值同比增长13.7%；实现固定资产投资105.59亿元，同比增长14.6%。经济实现较快增长。

2017年高新区全年签约项目17个，其中投资额在5亿元以上的大项目11个，到位资金35亿元，招商引资情况良好。

跟踪期内，白沙洲工业园固定资产投资规模快速增长，目前招商引资情况良好。

白沙洲工业园位于湘江上游白沙洲地域，于2006年建园。白沙洲工业园管委会与衡阳综保区实行“两块牌子，一套人马”运作，直管白沙投公司。园区实际管辖区域42.17km^2。

2017年，园区实现规模工业总产值167.5亿元，规模工业增加值49.4亿元，固定资产投资54亿元，同比分别增长39.4%、10.3%、22.2%。目前园区集聚了156个法人单位，其中规上工业企业42家、高新技术企业9家、外向型经济企业13家。截至2017年底，入园项目累计完成投资314.36亿元。

五、基础素质分析

1. 股东背景

2018年3月底，公司注册资本增至30612万元，其中高新区管委会持股98%，国开基金持股2%，实收资本仍为1.00亿元。公司实际控制人仍为高新区管委会。

2. 外部支持

衡阳市高新区管委会为公司实际控制人，2017年，衡阳高新区一般公共预算收入保持增长，财政收入质量有所提高。白沙洲工业园区一般预算收入有所下滑，财政自给率较高；跟踪期内，公司持续获得股东在资金方面的有力支持。

公司作为衡阳高新区重要的建设主体，负责白沙洲工业园区内的基础设施建设、市政配套、土地开发等项目建设。高新区管委会为公司实际控制人，其地方财力直接影响政府部门对公司承担项目的工程款支付情况。

2017年，衡阳高新区完成一般公共预算收入18.03亿元（不含白沙洲工业园），同比增长4.06%。其中税收收入13.59亿元，同比增长8.32%；税收收入占比为75.34%，同比提高3.6个百分点，财政收入质量得到提高。

2017年，白沙洲工业园实现一般预算收入19.58亿元，同比下降33.38%；一般公共预算支出15.33亿元，财政自给率为127.72%，财政自给率较高。

跟踪期内，公司得到股东在资金注入和财政补贴方面的持续支持。2017年，高新区管委会共拨付12.40亿元作为对公司资本性投入，同时公司收到政府补助5.08亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，整体过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043040800068530D），截至 2018 年 6 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。公司已结清信贷信息中有 2 笔欠息记录，主要系银行系统原因，非公司恶意欠息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至报告日，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，公司治理结构方面有所调整。国开基金成为公司股东后，公司新设股东会，为公司权力机构。股东会分为定期会议和临时会议，定期会议于每年 4 月召开。

公司设立董事会，成员为 7 人。其中 6 名由股东提名经股东会审议确定；剩余 1 名为公司职工代表，由公司职工代表大会选举产生。公司设董事长 1 名，由公司股东会以过半数表决权的股东选举产生。董事长任期 3 年，任期届满，可连选连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，公司法定代表人由总经理担任。

公司设监事会，成员为 5 人，设监事会主席 1 名，由股东会过半表决权的股东选举产生。其中 3 名监事由股东提名经股东会审议确定，剩余 2 名由公司职工代表大会选举产生。

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍继续从事白沙洲工业园土地开发和基础设施建设业务，收入规模较上年有小幅下降，基建收入仍为公司收入的主要来源，土地开发收入下降较快。

2017 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比小幅下降 8.39%，基础设施建设收入仍为公司收入的主要来源，占比从上年的 70.22%上升至 84.96%；土地开发收入快速下降 61.22%至 0.95 亿元；标准厂房租赁收入规模较小。2017 年，公司新增服务收入 0.01 亿元，主要为新成立从事供应链金融企业的子公司，该业务收入为垫资垫税服务费收入。

毛利率方面，公司综合毛利率有小幅增长，其中收入占比最大的基础设施建设和土地开发业务毛利率保持稳定，主要系收益比例保持固定所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.98 亿元，相当于 2017 年的 36.88%；毛利率 5.00%，较上年底有所下降。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入分类情况（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
土地开发	2.45	27.78	7.79	0.95	11.76	7.79	0.58	19.46	7.79
基础设施建设	6.19	70.22	7.79	6.87	84.96	7.79	2.28	76.53	7.79
标准厂房租赁	0.18	2.00	-102.68	0.26	3.21	-43.70	0.07	2.34	-37.46
服务收入	--	--	--	0.01	0.07	100.00	0.05	1.67	100.00
合计	**8.82**	**100.00**	**5.57**	**8.08**	**100.00**	**6.19**	**2.98**	**100**	**5.00**

注：分类数之和与合计数不一致系四舍五入所致.

资料来源：公司审计报告

2. 经营业务分析

（1）土地开发

跟踪期内，公司土地开发收入快速下降，土地开发业务模式未发生变化，收入返还情况良好。

跟踪期内，公司土地开发业务模式未发生变化。白沙洲管委会委托公司对区内土地进行开发整理，并按土地开发成本的 1.08 倍向公司支付收益（政府在土地出让后进行支付），且采取分地块建设、分地块结算模式进行，公司通常在土地出让之后确认收入。

2017 年，公司确认土地开发收入 0.95 亿元，同比快速下降 61.22%，主要原因为土地开发周期较长，目前新投入项目正在初期开发阶段，大部分尚未形成收入。土地开发投入在存货-开发成本科目核算。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司确认的土地开发收入已全部到账。

表 4 公司土地出让情况 （单位：亩、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
土地出让面积	637.71	236.43	169.34
土地开发投入金额	1.88	0.88	0.54

资料来源：公司提供

（2）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，收入较上年小幅增长，项目回款情况良好，目前公司在建项目规模较小。

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化。公司与白沙洲管委会就基础设施代建签订框架协议，于基础设施项目完工当年年底确认成本，白沙洲管委会按照原始成本的1.08倍确认回购金额，公司按照回购金额确认收入，对于部分工程量较大的项目，公司有分期确认收入的情况。

2017年及2018年1~3月，公司基础设施建设业务确认的收入分别为6.87亿元和2.28亿元，主要由道路建设项目和配套设施项目形成。2017年，公司基建收入回款到位6.78亿元，项目回款情况良好。

2018年3月底，公司在建项目总投资4.10亿元，累计已投入1.25亿元。公司目前在建项目规模较小。

表5 2018年3月底公司在建项目明细

（单位：万元）

在建项目名称	总投资额	已投资
富士康 ELSBG	4000.00	1855.85
鸿富锦 A4	12000.00	5355.10
富士康 IDX 厂房二期	25000.00	5326.47
合计	**41000.00**	**12537.42**

资料来源：公司提供

（3）厂房租赁业务

跟踪期内公司厂房租赁收入规模仍较小，对营业收入贡献小。2017 年公司无新增租赁厂房。

目前公司租赁收入主要来源于将高新区内厂房出租给区内企业取得的租金收入。目前公司的大多数标准厂房仍处于建设期内，因此形成的厂房租赁收入较少。为支持园区建设，加快招商引资的力度，公司标准厂房租金价格大幅低于市场价。

截至 2018 年 3 月底，公司正在出租的标准厂房主要为第二创业园和第三创业园标准厂房，2017 年实现租金收入 0.26 亿元。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。从合并范围看，2017 年公司合并范围新增两家子公司，均为公司出资设立，对公司财务报表可比性无影响。2018 年 1 季度财务报表未经审计。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有小幅增长，以流动资产为主。其中土地资产及其整理成本为主要构成部分，资产流动性较弱。公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 178.93 亿元，同比小幅增长 5.31%，结构方面仍以流动资产为主。

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	26.20	15.42	19.01	10.62	15.73	8.71
存货	102.61	60.39	112.58	62.92	117.37	64.96
流动资产	**129.75**	**76.37**	**135.05**	**75.48**	**136.63**	**75.62**
投资性房地产	16.23	9.55	16.28	9.10	16.19	8.96
无形资产	17.29	10.18	20.10	11.23	20.00	11.07
非流动资产	**40.15**	**23.63**	**43.87**	**24.52**	**44.06**	**24.38**
资产	**169.90**	**100.00**	**178.93**	**99.99**	**180.69**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017 年底，公司流动资产 135.05 亿元，同比小幅增长 4.08%，增长主要来自存货和其他应收款。其中公司货币资金 19.01 亿元，同比下降 27.45%，使用受限的货币资金 1.57 亿元，公司货币资金较为充足；其他应收款 3.29 亿元，同比增加 2.58 亿元，增加的主要为子公司为提供供应链服务代垫进口产生的关税、增值税及相关费用，账龄为 1 年以内，计提坏账比例为 5%；公司存货 112.58 亿元，同比增长 9.72%，其中土地整理成本和储备用地为 102.01 亿元，占比最大，其次为基础设施建设投入 10.45 亿元。2017 年底，公司账内土地 5606.6 亩，账面价值 69.55 亿元，其中用于抵押的土地 19.19 亿元，抵押比例为 27.59%。公司土地资产及其整理成本成为资产的主要构成部分。

2017 年底，公司非流动资产 43.87 亿元，同比增长 9.27%。其中长期股权投资 1.43 亿元，同比下降 12.59%，全部为对衡阳中航地产有限公司的投资，账面价值减少主要系投资损失所致；投资性房地产 16.28 亿元，较上年基本保持稳定，其中尚未办妥产权证书的资产价值 9.81 亿元，占比较大；无形资产 20.10 亿元，同比增长 16.24%，全部为土地使用权，尚未办妥产权证书的土地资产价值 7.17 亿元。其中用于抵押的土地使用权 5.95 亿元，抵押比率为 29.60%；其他非流动资产 4.42 亿元，同比增长 18.90%，其中公司预交土地款 3.05 亿元。

2017 年底，公司受限资产合计 28.11 亿元，占资产比重为 15.71%，其中主要为用于抵押的土地资产。

2018 年 3 月底，公司资产 180.69 亿元，规模及结构较上年底基本保持稳定，各科目变化较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，主要系股东对公司的资金注入所致，公司权益质量较好。

2017 年底，公司所有者权益 78.88 亿元，同比增长 12.71%，增长主要来自资本公积的增加。2017 年，股东高新区管委会共拨付 12.40 亿元作为对公司资本性投入，资本公积增至 72.08 亿元。未分配利润快速下降 42.67%至 4.86 亿元，下降主要系当年应付股利规模很大为 4.20 亿元所致。公司所有者权益中资本公积占比 91.38%，主要为股东作为资本性投入的货币资金，权益质量较好。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 79.03 亿元，规模及结构较上年底基本保持稳定。

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	23.73	13.97	27.75	15.51	30.21	16.72
流动负债	**28.44**	**16.74**	**37.62**	**21.02**	**39.59**	**21.91**
长期借款	14.35	8.45	5.83	3.26	5.48	3.03
应付债券	49.30	29.02	47.06	26.30	47.06	26.04
非流动负债	**71.50**	**42.08**	**62.42**	**34.89**	**62.07**	**34.35**
负债总额	**99.95**	**58.83**	**100.05**	**55.92**	**101.66**	**56.26**
资本公积	59.69	35.13	72.08	40.28	72.08	39.89
未分配利润	8.48	4.99	4.86	2.72	5.04	2.79
所有者权益合计	**69.96**	**41.18**	**78.88**	**44.08**	**79.03**	**43.74**
负债和所有者权益合计	**169.90**	**100.00**	**178.93**	**100.00**	**180.69**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司负债规模基本保持稳定；债务结构合理，2017 年公司有息债务小幅下降，目前债务负担一般。

2017 年底，公司负债 100.05 亿元，规模较上年基本保持稳定，结构方面仍以非流动负债为主，但占比有所下降。

2017 年底，公司流动负债 37.62 亿元，同比增长 37.62%。其中，公司新增短期借款 3.00 亿元，全部为保证借款；其他应付款 27.75 亿元，同比增长 16.93%，主要系应付暂收款（为白沙洲管委会返还的公司新摘牌土地支付的土地出让金和其他款项，尚未明确用途）增长所致；一年内到期的非流动负债 5.83 亿元，同比增长 64.08%，其中一年内到期的长期借款 5.22 亿元，同比快速增长 46.77%。

2017 年底，公司非流动负债 62.42 亿元，同比下降 12.70%，主要系长期借款快速下降 59.36%至 5.83 亿元所致，其中部分调整至一年内到期的非流动负债中。2017 年底，公司应付债券 47.06 亿元，小幅下降 4.53%；公司长期应付款为 5.36 亿元，同比增长 48.77%，全部为基金公司投入的项目资本金以及融资租赁款，已调入调整后全部债务核算。

2018 年 3 月底，公司负债合计 101.66 亿元，规模及结构较上年底基本保持稳定，各科目变化较小。

2017 年底，公司调整后全部债务 67.08 亿元，同比下降 5.25%，其中长期债务占比 86.83%，公司债务结构合理；从债务指标来看，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率同比均有所下降，分别为 55.92%、45.96%、42.48%，公司债务负担一般。2018 年 3 月底，公司调整后全部债务 66.55 亿元，较上年底小幅下降，结构仍以长期债务为主，各项债务指标较上年变化较小。

3. 盈利能力

跟踪期内，土地开发收入快速下降导致营业收入规模有所下降，且利润总额对政府补贴收入依赖程度大，公司整体盈利能力仍然弱。

跟踪期内，受土地开发收入快速下降的影响，公司 2017 年营业收入同比下降 8.32%至 8.08 亿元；同期，公司营业成本同比下降 8.92%，公司营业利润率较上年变化较小，为 4.20%。

2017 年公司期间费用为 3.99 亿元，同比增长 16.38%，公司期间费用以财务费用为主。期间费用占营业收入比率为 49.39%，同比上升 10.48 个百分点，公司期间费用对利润侵蚀很重，且跟踪期内公司对期间费用的控制能力进一步下降。

由于公司当年将财政补贴调入其他收益，公司营业利润由负转正为 1.03 亿元。由于 2017

年公司获得财政补贴 5.08 亿元，同比增加 1.35 亿元，公司利润总额增长 31.59%至 0.65 亿元。财政补贴对公司利润贡献很大。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.71%和 0.80%，较上年小幅增长，整体盈利能力仍然弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.98 亿元，相当于上年的 36.91%。当期，公司实现利润总额 0.18 亿元，营业利润率为 5.15%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入仍不能覆盖其流出，对外部融资依赖较大，未来存在一定资金支出压力。

经营活动方面，2017 年公司现金流入 11.59 亿元，同比增长 31.80%。其中销售商品、提供劳务收到现金 5.38 亿元，公司现金收入比 66.52%，较上年变化不大，收现质量仍然较差；当年，公司收到其他与经营活动有关的现金 6.22 亿元，同比增长 88.32%，主要系当年收到政府补贴增长所致。2017 年，公司经营活动现金流出 19.67 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 15.70 亿元，主要为土地开发和基础设施建设支出以及公司新摘牌土地支付的土地款。2017 年，公司经营活动现金流入仍不能覆盖其现金流入，经营活动现金净流出 8.07 亿元。

2017 年，公司投资活动现金净流出 5.21 亿元，主要系购建固定资产、无形资产支付的现金规模较大所致。

公司筹资活动前现金流量净额为-13.28 亿元，外部融资成为弥补现金缺口的主要来源。2017 年，公司吸收投资收到现金 7.48 亿元、取得借款收到现金 3.50 亿元、其他与筹资活动有关的现金 14.91 亿元，主要为债券置换款和融资租赁款。当年，公司偿还债务支付现金 9.75 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 8.48 亿元。公司筹资活动实现现金净流入 6.94 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-2.37 亿元；投资活动现金流量净额-0.38 亿元；当期，公司偿还债务支付现金 1.05 亿元，筹资活动现金净流出 0.53 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，且考虑到股东对公司的大力支持，间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，2017 年公司流动比率和速动比率较较上年均有所下降，分别为 358.95%、59.73%，2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率持续下降，分别为 345.11%和 48.64%；公司经营性活动现金流量净额为负，对流动负债没有保障能力。考虑到公司现金类资产相对于短期债务较为充足，公司短期偿债能力尚可。

2017 年，公司 EBITDA 为 4.65 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 倍数为 14.43 倍，较上年有所下降，公司长期偿债能力一般。但考虑到股东对公司的大力支持，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司有 3.00 亿元的对外担保，被担保单位为衡阳市湘江水利投资开发有限公司，担保比率为 3.80%，担保比率低，且被担保企业为国有性质，公司或有负债风险小。

2017 年底，公司共获得银行授信额度 31.20 亿元，已使用 14.64 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

九、存续期债券偿还能力分析

公司未来待偿债券本金峰值较高，经营活动现金流入量对其保障程度较差，公司面临一定集中兑付压力。

2017 年底，公司存续债券余额 47.60 亿元，其中一年内到期待偿还的债券本金 2.40 亿元，2021 年将达到存续债券本金待偿本金峰值 25.40 亿元。2017 年底，公司现金类资产 19.01 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 11.59 亿元、

-8.07 亿元和 4.65 亿元，对公司存续债券保障情况如下：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	2.40
未来待偿债券本金峰值	25.40
现金类资产/一年内到期债券余额	7.92
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.46
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.32
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.18

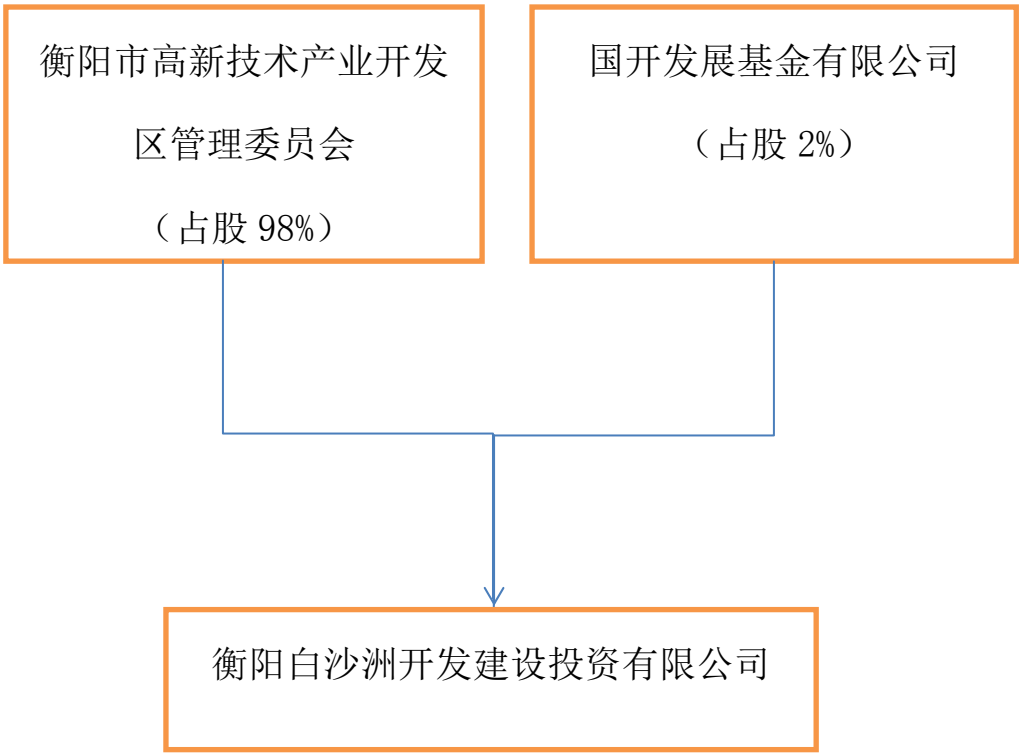
资料来源：联合资信整理

总体看，公司未来待偿债券本金峰值较高，2017 年经营活动现金流入量对其保障程度较差，且公司近几年经营活动现金流入均不能覆盖其流出，公司面临一定集中兑付压力。

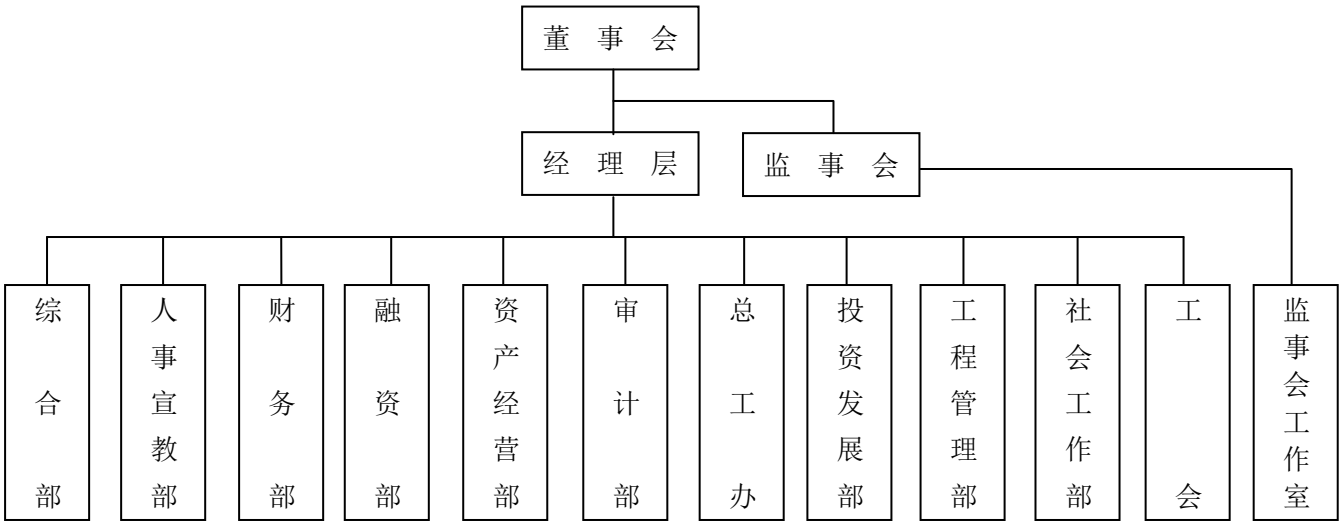
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“14 白沙投债/PR 白沙投”、“16 白沙洲 MTN001”和“16 白沙洲 MTN002”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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.35	26.20	19.01	15.73
资产总额(亿元)	136.87	169.90	178.93	180.69
所有者权益(亿元)	52.08	69.96	78.88	79.03
短期债务(亿元)	7.71	3.56	8.83	8.66
长期债务(亿元)	43.09	63.64	52.89	52.54
全部债务(亿元)	50.80	67.20	61.73	61.20
调整后全部债务(亿元)	55.52	74.39	67.08	66.55
营业收入(亿元)	10.15	8.82	8.08	2.98
利润总额(亿元)	0.86	0.49	0.65	0.18
EBITDA(亿元)	3.63	4.13	4.65	--
经营性净现金流(亿元)	-6.76	-25.85	-8.07	-2.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.55	48.39	93.79	--
存货周转次数(次)	0.14	0.09	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	121.71	62.33	66.52	100.99
营业利润率 (%)	4.88	4.30	4.20	5.15
总资本收益率(%)	2.87	2.43	2.71	0.17
净资产收益率(%)	1.65	0.70	0.80	--
长期债务资本化比率(%)	45.28	47.64	40.14	39.94
全部债务资本化比率(%)	49.38	48.99	43.90	43.64
调整后全部债务资本化比率(%)	51.60	51.54	45.96	45.72
资产负债率(%)	61.95	58.83	55.92	56.26
流动比率(%)	278.73	456.17	358.95	345.11
速动比率(%)	60.79	95.43	59.73	48.64
经营现金流动负债比(%)	-18.92	-90.88	-21.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.98	16.26	13.28	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.28	18.00	14.43	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+长期应付款；2、2018 年 1 季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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