信用等级公告

联合〔2020〕1843 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，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

二〇二〇年六月二十三日

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

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司2020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	AA	稳定	AA	稳定
14白沙投债/PR白沙投	AA	稳定	AA	稳定
16白沙洲MTN001	AA	稳定	AA	稳定
16白沙洲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
14白沙投债/PR白沙投	12.00亿元	4.80亿元	2021/08/22
16白沙洲MTN001	6.00亿元	6.00亿元	2021/06/14
16白沙洲MTN002	2.00亿元	2.00亿元	2021/11/25

注：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：2020年6月23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	a		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	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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”）是衡阳市高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”）白沙洲工业园重要的基础设施建设主体。跟踪期内，衡阳市及衡阳高新区经济持续增长，公司资产和收入规模进一步增长，在财政补贴方面持续得到外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司资产流动性偏弱、经营和投资活动现金流持续净流出、短期偿债压力大幅上升等因素对其偿债能力可能带来的不利影响。

公司在衡阳高新区白沙洲工业园的专营优势突出，随着园区建设的稳步推进，公司有望保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，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. **区域经济持续增长，外部环境良好。**2019年，衡阳高新区和白沙洲工业园地区生产总值同比分别增长9.0%和9.1%，规模以上工业增加值同比分别增长8.9%和11.1%，区域经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **区域专营性很强，持续获得外部支持。**跟踪期内，公司仍然是白沙洲工业园范围内唯一的基础设施和土地开发主体，在财政补贴方面持续获得外部支持。

关注

1. **资产流动性偏弱。**公司资产中土地开发和基础设施建设成本占比高，对公司资金形成较大占用，受限资产占比较高，资产流动性偏弱。

分析师：竺文彬　邱　成
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. **资金需求主要通过外部融资解决。**跟踪期内，公司经营性现金流持续净流出，筹资活动前净现金流持续为负，对外部融资的依赖性强。
3. **短期偿债压力大幅上升。**跟踪期内，公司短期债务大幅增长，非受限现金类资产对短期债务的保障能力弱。若存续债券“18白沙洲PPN001”和“19白沙洲”均于2021年集中回售，公司可能面临很大的集中兑付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	19.01	6.91	16.37	14.32
资产总额(亿元)	178.93	184.45	211.75	212.29
所有者权益(亿元)	78.88	79.52	80.80	80.96
短期债务(亿元)	8.83	9.83	25.83	25.96
长期债务(亿元)	52.89	53.18	56.90	56.37
全部债务(亿元)	61.73	63.02	82.73	82.33
营业收入(亿元)	8.08	10.40	13.55	2.71
利润总额(亿元)	0.65	1.14	1.30	0.15
EBITDA(亿元)	4.65	3.29	4.46	--
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-6.79	-11.52	-3.05
营业利润率(%)	4.20	11.35	10.42	14.53
净资产收益率(%)	0.80	1.44	1.61	--
资产负债率(%)	55.92	56.89	61.84	61.86
全部债务资本化比率(%)	43.90	44.21	50.59	50.42
流动比率(%)	358.95	317.58	267.85	277.66
经营现金流动负债比(%)	-21.45	-15.74	-19.46	--
现金短期债务比(倍)	2.15	0.70	0.63	0.55
EBITDA利息倍数(倍)	0.55	0.77	0.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.28	19.13	18.54	--
公司本部（母公司）				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	154.10	160.99	172.25	175.01
所有者权益(亿元)	59.77	60.82	61.93	62.03
全部债务(亿元)	55.04	56.51	67.82	67.47
营业收入(亿元)	7.81	9.89	10.24	2.13
利润总额(亿元)	1.16	1.55	1.12	0.17
资产负债率(%)	61.21	62.22	64.05	64.55
全部债务资本化比率(%)	47.94	48.16	52.27	52.10
流动比率(%)	340.87	305.93	337.35	342.34
经营现金流动负债比(%)	-16.56	-19.27	-15.04	--

注：2020年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 白沙投债/PR 白沙投 16 白沙洲 MTN001 16 白沙洲 MTN002	AA	AA	稳定	2019/06/20	兰迪 邱成	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
16 白沙洲 MTN002	AA	AA	稳定	2016/11/14	兰迪 黄海伦	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 白沙洲 MTN001	AA	AA	稳定	2015/07/10	侯煜明 李嘉 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 白沙投债/PR 白沙投	AA	AA	稳定	2014/04/25	王冰 田英	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无版本编号

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，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。

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2020 年 3 月底，公司注册资本仍为 31580 万元，其中高新区管委会持股 95%，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股 2%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股 3%；公司实收资本仍为 10000 万元。

跟踪期内，公司作为衡阳高新区重要的基础设施建设主体，仍然负责白沙洲工业园区内的土地开发和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 2020 年 3 月底，公司本部内设综合部、人事宣传部、财务融资部和资产管理部等 10 个职能部门；拥有合并范围子公司共 4 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 211.75 亿元，所有者权益合计 80.80 亿元（其中少数股东权益 0.07 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.55 亿元，利润总额 1.30 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 212.29 亿元，所有者权益合计 80.96 亿元（其中少数股东权益 0.07 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，利润总额 0.15 亿元。

公司地址：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12.80亿元。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2020年3月底，“16白沙洲MTN001”已使用募集资金5.88亿元，“16白沙洲MTN002”募集资金已使用完毕。

“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 2020 年 3 月底已完成投资 20.39 亿元。综合保税区一期工程量已完工，二期、三期工程的土地平整工作已经完成，目前仍在建。截至 2019 年底，“14 白沙投债/PR 白沙投”募集资金已全部投入项目建设。

截至目前，综合保税区一期已有注册企业 37 家，其中加工贸易企业 17 家，贸易供应链企业 17 家，物流企业 1 家，电商企业 2 家。2019 年，综合保税区完成进出口额 10.3 亿美元，较 2018 年增长 82.9%。公司未披露 2019 年募投项目的租金收入实现情况。

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
14 白沙投债/PR 白沙投	12.00	4.80	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

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规

范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济情况

跟踪期内，衡阳市经济持续增长，产业结构有所优化，固定资产投资保持较快增速，为公司发展创造了良好的外部环境。

截至2019年底，衡阳市下辖5区5县，代管常宁、耒阳2个县级市；常住人口730.06万人，城镇化率54.93%，较上年上升1.32个百分点。

根据湖南省统计局公布的数据，2019年，衡阳市实现地区生产总值3372.68亿元，按可比口径增长8.1%。2019年，衡阳市一、二、三产业同比分别增长2.9%、8.1%和9.2%；三次产业结构由上年的11.1∶33.6∶55.3调整为11.2∶32.4∶56.4，产业结构有所优化。按常住人口计算，2019年衡阳市人均地区生产总值达到4.64万元，同比增长7.4%，在湖南省内排名中下游。

2019年，衡阳市固定资产投资保持较快增长，同比增长11.8%。作为我国老工业基地之一，衡阳市工业基础较好，2019年规模以上工业增加值同比增长9.0%。在衡阳市重点行业中，有色金属冶炼及压延加工业增长51.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长28.5%；非金属矿采选业增长14.8%；化学原料及化学制品制造业增长6.6%；非金属矿物制品业增长6.2%；电气机械及器材制造业增长4.1%；农副食品加工业下降6.4%。由于有色金属、钢铁、陶瓷、水泥等资源型产业占比较高，衡阳市制造业面临较大的转型压力。

房地产方面，2019年衡阳市完成房地产开发投资290.92亿元，同比增长14.9%；商品房销售面积577.27万平方米，同比增长8.1%；商品房销售额282.50亿元，同比增长4.9%。2019年底商品房待售面积146.5万平方米，下降22.6%，比上年底减少42.8万平方米。整体看，衡阳市房地产市场运行良好，去化压力有所减轻。

跟踪期内，衡阳市高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”）和白沙洲工业园经济持续增长，园区规划和产业定位较为明确。

根据衡阳市统计局公布的数据，2019 年，衡阳高新区（不含白沙洲工业园，下同）地区生产总值同比增长 9.0%，规模以上工业增加值同比增长 8.9%，固定资产投资（不含农户）同比增长 15.2%。2019 年，衡阳高新区城镇居民可支配收入达到 4.12 万元，同比增长 8.1%，在衡阳各行政区中排名第二。

白沙洲工业园是衡阳高新区工业经济增长的重要引擎，下设的衡阳综合保税区是湖南省第一家综合保税区。2019 年，白沙洲工业园经济持续增长，地区生产总值同比增长 9.1%，规模以上工业增加值同比增长 11.1%，固定资产投资（不含农户）同比增长 14.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 3.16 亿元，实收资本 1.00 亿元；高新区管委会持股 95%，国开基金持股 2%，农发基金持股 3%，公司实际控制人为高新区管委会。

2. 外部支持

跟踪期内，衡阳高新区一般公共预算收入有所下降，土地使用权出让收入对地方综合财力的贡献大。公司在财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

公司作为衡阳高新区重要的基础设施建设主体，衡阳高新区和白沙洲工业园的财政实力直接影响公司所承担项目的回款情况。

根据衡阳市高新区财政局披露的数据，2019 年，衡阳高新区（不含白沙洲工业园，下同）完成一般公共预算收入 19.39 亿元，较上年小幅下降，其中地方一般公共预算收入 6.80 亿元，较上年有所上升；财政自给率为 39.26%，财政自给能力弱。同期，衡阳高新区获得的上级转移支付为 9.37 亿元，政府性基金收入为 14.35 亿元，政府性基金收入中的土地使用权出让收入对地方综合财力的贡献大。

根据白沙洲工业园财政局披露的数据，2019 年，白沙洲工业园实现地方一般公共预算收入 5.29 亿元，较上年增加 3.65 亿元，主要系非税收入增长所致；其中税收收入 1.27 亿元，较上年小幅增长。

财政补贴

2019年，公司确认财政补贴3.50亿元，计入“其他收益”科目，主要包括征地拆迁补贴、厂房租赁补贴和项目贷款贴息等。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员和员工结构未发生重大变化。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；跟踪期内，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告（自主查询版）》（社会统一信用代码：91430400782874262B），截至2020年4月24日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

截至2020年6月20日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和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，公司仍然从事白沙洲工业园内的土地开发、基础设施建设和厂房租赁业务，收入规模同比快速增长，毛利率有所下降。

公司主营业务主要包括土地开发、基础设施建设和标准厂房租赁等。2019 年，公司实现营业收入 13.55 亿元，同比增长 30.24%。分板块看，公司土地开发收入有所增长，主要与土地出让进度有关；基础设施建设收入大幅增长，是公司最主要的收入来源；厂房租赁收入大幅下降，对营业收入的贡献较为有限。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率13.80%，同比有所下降。分板块看，收入占比较高的土地开发和基础设施建设业务采用成本加成模式，2018年以来成本加成比率保持稳定。2018年以来，公司厂房租赁业务实现盈利，主要系租金优惠政策到期所致。

2020年1－3月，公司实现营业收入2.71亿元，相当于2019年全年的20.02%，仍然以土地开发和基础设施建设收入为主；土地开发和基础设施建设业务的毛利率较上年均有所上升，公司综合毛利率上升至15.00%。

表3　公司营业收入构成　（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	4.84	46.52	12.71	5.75	42.44	12.71	1.05	38.68	14.13
基础设施建设	5.05	48.52	12.71	7.44	54.92	12.71	1.46	53.83	13.73
标准厂房租赁	0.35	3.37	28.56	0.20	1.46	23.39	0.18	6.75	20.79
金融服务	0.16	1.59	100.00	0.16	1.18	92.07	0.02	0.74	100.00
合计	**10.40**	**100.00**	**14.63**	**13.55**	**100.00**	**13.80**	**2.71**	**100.00**	**15.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

2. 业务经营分析

（1）土地开发和基础设施建设

公司土地开发业务收入受政府结算与土地出让进度的影响很大，尚未结转的土地开发成本对公司资金形成较大占用。

公司土地开发业务由公司本部经营。公司接受高新区管委会的委托，负责白沙洲工业园内的土地开发整理。公司通过自筹资金进行征迁安置、土地平整和配套基础建设等工作，高新区管委会在土地达到挂牌出让条件后授权白沙洲工业园管理委员会（以下简称“白沙洲管委会”）进行验收，2017 年以前按照 8%的成本加成比例、2018 年起按照不低于 15%的加成比例和公司进行结算，成本包含前期开发费用和融资利息。公司采用分地块建设、分地块结算的模式进行土地开发，相应的开发支出在“存货－开发成本”科目核算。

2019 年，公司确认土地开发收入 5.75 亿元，同比增长 18.80%。2019 年，公司确认的土地开发收入主要来自珠晖区成片开发项目和北部成片开发项目，分别确认收入（含税）4.54 亿元和 1.23 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现土地开发收入 1.05 亿元，毛利率较上年上升至 14.13%（未经高新区管委会省定，年度决算后可能有所调整）。

截至 2020 年 3 月底，公司在整理的土地主要位于白沙洲工业园东部、西部和江南片区，部分项目开发周期较长；上述项目计划总投资 88.65 亿元，已投入土地整理成本 34.80 亿元，2020 年计划投资 20.76 亿元，未来仍有较大的投资压力。上述三个片区的土地整理尚未确认收入，资金平衡受政府结算进度和土地出让进度的影响很大，尚未结转的土地开发成本对公司资金形成较大占用。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司在整理土地情况

（单位：亩、亿元）

项目名称	建设期	总面积	总投资额	已投资额
东部片区	2013－2022	7651.31	32.65	10.23
西部片区	2014－2023	4801.58	54.48	24.54
南江片区	2019－2024	349.00	1.51	0.03
合计	--	**12801.89**	**88.65**	**34.80**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司基础设施建设收入大幅增长，整体回款效率有所下降，在建项目投资压力尚可。

公司基础设施建设业务由公司本部经营。公司与白沙洲管委会就基础设施代建项目签订框架协议，负责工程前期的报批、资金的筹集和项目的建设。白沙洲管委会每年对项目发生的成本进行审定，公司按照与土地开发业务相同的加成比例确认收入并结转成本。对于部分工程量较大的项目，存在分期确认收入的情况。此外，公司有部分工程项目为入园企业委托代建，包括厂房、职工安置宿舍等。地方政府从入园企业收取相应工程款项后，按照一般基础设施建设项目的建设模式与公司进行工程款结算。

2019 年，公司实现基础设施建设业务收入 7.44 亿元，同比增长 47.33%，全部来自政府委托的代建项目，其中金茶家园公租房项目、九中项目、工业园配套工程和新民安置小区项目的收入占比较高。2020 年 1－3 月，公司实现基础设施建设收入 1.46 亿元，毛利率较上年上升至 13.73%。

截至 2019 年底，公司主要在建基础设施项目计划总投资 20.22 亿元，已投资 5.52 亿元，2020 年计划投资 4.92 亿元，未来投资压力尚可。

表5　截至2019年底公司主要在建基础设施项目

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	2020 年计划投资
和谐小区	6.19	4.86	1.33
环球科技改造工程	2.04	0.18	0.62
新民小学	1.76	0.15	0.41
重型汽车厂工程	1.01	0.13	0.30
混泥土搅拌站工程	1.84	0.12	0.43
金雁安置区	7.38	0.08	1.83
合计	**20.22**	**5.52**	**4.92**

资料来源：公司提供

回款方面，2019 年公司确认的土地开发业务全部完成回款，基建业务回款 2.12 亿元，同时收回对白沙洲管委会的应收账款 4.19 亿元，期末应收白沙洲管委会的基础设施项目回购款合计 5.00 亿元。

（2）标准厂房租赁

跟踪期内，公司厂房租赁收入和出租率大幅下降，该业务对营业收入和利润的贡献仍然很小。

公司标准厂房租赁业务的经营主体为子公司衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司（以下简称“创业园公司”）和云谷潮建设投资有限公司。公司通过自筹资金建设标准厂房，在厂房竣工验收后与园区内有租赁需求企业签订租赁合同，承租企业按照合同约定定期向公司支付租金。

2019 年，公司实现厂房出租收入 0.20 亿元，同比下降 42.86%，主要系厂房出租率下降所致。2018 年以来，随着招商引资的相关优惠政策陆续到期，厂房出租业务毛利率由负转正，2018－2019 年分别为 28.56%和 23.39%，其中 2019 年毛利率下降主要系固定成本占总成本的比重上升所致。2020 年 1－3 月，公司实现厂房出租收入 0.18 亿元（实际为上年未确认的收入）；毛利率较上年小幅下降至 20.79%。

截至 2019 年底，公司正在出租的标准厂房主要位于第一至第四创业园，总面积 58.23 万平方米，整体出租率较上年底大幅下降。

表 6　截至 2019 年底公司标准厂房出租情况

（单位：平方米、%）

项目名称	可出租面积	出租率		闲置厂房出租计划
		2018 年底	2019 年底	
第一创业园标准化厂房	113037.00	78.00	25.64	为富士康供应商预留
第二创业园标准化厂房	17059.04	100.00	0.00	续租合同洽谈中
第三创业园标准化厂房	33993.83	75.00	58.55	为富士康预留
第四创业园标准化厂房	75440.12	45.00	62.02	部分港澳企业接洽中
综合保税区	342730.89	/	12.18	为入园保税企业预留
合计	**582260.88**	--	--	--

注：公司未披露截至 2020 年 3 月底的厂房出租情况

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建厂房包括富士康鸿富锦工业厂房和富士康ELSBG项目，计划总投资5.37亿元，已投资4.57亿元，分别预计于2020年和2021年完工。整体看，公司标准厂房的主要承租人为富士康及其供应商，对单一客户的依赖程度高。

（3）其他业务

公司其他业务收入主要来自子公司湖南新融创实业有限公司（以下简称“新融创公司”）的供应链金融业务。新融创公司在为园区进出口企业提供报关、进出口退税等服务时垫付了采购款，并按照垫款规模和货币种类收取一定的服务费。2019年和2020年一季度，公司分别实现金融业务收入0.16亿元和0.02亿元，毛利率接近100%。

3. 未来发展

未来公司仍将立足白沙洲工业园的开发建设，同时谋求多元化转型，以扩大经营性收入来源。

公司作为衡阳市高新区的投融资主体，将进一步配合衡阳市高新区创建全国一流科技园区的战略目标和发展规划，大力强化园区内基础设施建设、提升园区现代服务水平，土地开发和基础设施建设仍然是公司的主要收入来源。公司主要拟建项目包括衡阳市大数据创新产业基地、三江六岸生态提质、啤酒厂棚户区改造等，计划总投资 47.22 亿元；拟开发的土地总面积约 1337.09 亩，计划总投资 2.05 亿元。整体看，公司园区开发业务的持续性较好，同时面临较大的投资压力。

表7　截至2020年3月底公司主要拟建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	建设期	回购期	总投资额
衡阳市大数据创新产业基地	2020－2022	--	10.59
城市补短板九条道路	2020－2026	2022－2028	3.93
三江六岸生态提质	2021－2027	2023－2029	11.20
产城融合项目	2020－2026	2022－2028	8.10
啤酒厂棚户区改造	2021－2027	2023－2029	11.00
便民服务项目	2020－2022	2022－2024	0.30
二、三创智能停车场	2020－2022	2022－2024	0.60
220KV 白沙变电站	2021－2025	2023－2027	1.50
合计	--	--	**47.22**

注：上表包含部分自营性项目

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报告未经审计。

财务报表合并范围方面，2019年和2020年一季度，公司合并范围内子公司未发生变化。截至2020年3月底，公司纳入合并范围的子公司共4家，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产中存货占比高，应收类款项对公司资金形成较大占用。公司资产流动性偏弱，受限资产规模较大，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额211.75亿元，较上年底增长14.80%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占74.85%，非流动资产占25.15%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产 158.50 亿元，较上年底增长 15.71%，主要来自货币资金、存货和其他应收款的增长。

表 8　公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.91	3.75	15.37	7.26	13.32	6.28
应收账款	6.15	3.34	5.15	2.43	4.27	2.01
其他应收款	3.72	2.02	11.36	5.37	13.60	6.41
存货	120.17	65.15	125.60	59.31	125.62	59.17
流动资产	**136.98**	**74.26**	**158.50**	**74.85**	**157.83**	**74.35**
投资性房地产	17.66	9.57	18.58	8.78	18.58	8.75
无形资产	19.65	10.65	19.20	9.07	19.20	9.04
其他非流动资产	6.57	3.56	7.62	3.60	7.62	3.59
非流动资产	**47.47**	**25.74**	**53.25**	**25.15**	**54.45**	**25.65**
资产总额	**184.45**	**100.00**	**211.75**	**100.00**	**212.29**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司货币资金 15.37 亿元，其中银行存款 4.29 亿元，其他货币资金 11.08 亿元。其他货币资金全部为受限资金，包括被质押的定期存款 8.50 亿元和子公司的信用保证金 2.58 亿元。公司货币资金受限比例高。

截至2019年底，公司应收账款5.15亿元，较上年底下降16.31%，主要系应收商品销售款和厂房租金减少所致，同时对白沙洲管委会的应收款增长至5.00亿元，占同期应收账款余额的97.09%。截至2019年底，公司对应收账款计提坏账准备0.03亿元。

截至 2019 年底，公司其他应收款 11.36 亿元，较上年底增长 205.36%，主要系新融创公司为园区进出口企业提供报关、进出口退税等服务时垫付的采购款增长所致（2019 年从“应收账款”科目转入）。截至 2019 年底，公司其他应收款前五名合计占比 59.37%，集中度一般。整体看，公司其他应收款中对民营企业的往来款规模较大，存在一定的回收风险，公司累计计提坏账准备 0.59 亿元。

表 9　截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	企业性质	余额	占比
衡阳高新投资有限公司	国有企业	3.22	27.10
湖南淼顺实业有限公司	民营企业	1.88	15.78
湖南德邦竹木业有限公司	民营企业	1.03	8.67
深圳市世纪云芯科技有限公司	民营企业	0.47	3.93
香港嘉鑫电子有限公司	民营企业	0.46	3.89
总计	--	**7.05**	**59.37**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司存货 125.60 亿元，较上年底增长 4.51%，主要系项目开发成本和土地使用权增长所致。其中，基础设施项目开发成本合计 5.80 亿元，土地整理成本合计 36.08 亿元，预缴土地款合计 32.88 亿元，土地使用权合计 50.83 亿元。公司存货中的土地使用权共 19 宗，全部以招拍挂方式取得，已缴纳土地出让金。上述土地全部位于白沙洲工业园及周边地区，总面积 174.88 万平方米，主要为商住用地。公司存货中的预缴土地款规模仍然较大，对资金形成较大占用。

截至 2019 年底，公司非流动资产 53.25 亿元，较上年底增长 12.18%，主要来自在建工程的增长。

截至 2019 年底，公司长期股权投资账面价值为 2.51 亿元，其中对衡阳中航地产的股权投资为 1.19 亿元，对衡阳远大建筑工业有限公司（以下简称“衡阳远大筑工”）的股权投资为 0.33 亿元，对湖南白沙绿岛投资开发有限公司的股权投资为 0.99 亿元。2019 年，上述被投资企业均发生亏损，公司当年确认投资损失-0.08 亿元。

公司投资性房地产主要为用于出租的标准厂房，采用成本法计量，截至 2019 年底账面价

值为 18.58 亿元，较上年底增长 5.23%，系外购房产所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产累计计提折旧和摊销 2.19 亿元；尚有账目价值 15.53 亿元的房产未办妥产权证书，主要系相关房产尚在修建中所致。

截至 2019 年底，公司在建工程 4.57 亿元，较上年底增加 3.32 亿元，系对富士康鸿富锦工业厂房和富士康 ELSBG 项目的投入增长所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 19.20 亿元，较上年底下降 2.31%，主要系土地使用权摊销所致。公司无形资产中土地使用权账面价值 19.65 亿元，全部为公司购入的出让地，已缴纳土地出让金。上述土地全部位于白沙洲工业园内，总面积 141.41 万平方米，其中工业用地 6.99 万平方米，居住、商服用地 5.23 万平方米，其余为仓储用地。公司无形资产中的土地使用权以成本法入账，截至 2019 年底累计摊销 2.49 亿元。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产 7.62 亿元，较上年底增长 16.08%，主要系子公司创业园公司认购 1.88 亿元资产管理计划（投资期限 5 年）所致。公司其他非流动资产包括预交土地款 3.05 亿元、对湖南湘梦电子商务科技有限公司（以下简称“湘梦公司”）的投资款 1.53 亿元、对南岳生物制药有息公司（以下简称“南岳公司”）的项目投资款 0.65 亿元（系白沙洲工业园招商引资重点项目，公司不参与项目管理，每年按固定利率收取利息，投资期限为 20 年，到期后由项目方进行回购）和对江信基金资产管理计划的投资 2.39 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 54.13 亿元，占资产总额的 25.56%，受限比例较高。其中，受限货币资金 11.08 亿元，主要为信用证保证金和定期存款质押；用于借款抵押的存货和无形资产分别为 34.46 亿和 8.59 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 212.29 亿元，较上年底增长 0.26%，规模和结构保持相对稳定。公司流动资产 157.83 亿元，较上年底小幅下降 0.42%，其中货币资金 13.32 亿元，较上年底减少 2.05 亿元，受限资金合计 11.08 亿元，受限比例高；其他应收款 13.60 亿元，较上年底增长 19.69%，主要系对园区企业的垫款增长所致。同期，公司非流动资产 54.45 亿元，较上年底增长 2.26%，主要系对富士康 ELSBG 项目的投入使得在建工程增长所致。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对稳定，所有者权益中资本公积占比大，所有者权益稳定性好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 80.80 亿元，较 2018 年底增长 1.62%，规模和结构保持相对稳定。

表 10　公司主要所有者权益构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	1.00	1.26	1.00	1.24	1.00	1.24
资本公积	72.08	90.65	72.07	89.19	72.07	89.02
未分配利润	5.28	6.64	6.50	8.04	6.65	8.22
所有者权益	**79.52**	**100.00**	**80.80**	**100.00**	**80.96**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司实收资本仍为 1.00 亿元，较上年底没有变化；资本公积 72.07 亿元，较上年底保持相对稳定；未分配利润 6.50 亿元，较上年底增长 23.02%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 80.96 亿元，规模和结构较上年底保持相对稳定。

表 11　公司主要负债构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比
短期借款	4.51	4.30	14.56	11.12	15.89	12.10
其他应付款	32.52	30.99	32.00	24.43	30.80	23.45
一年内到期的非流动负债	5.33	5.07	6.27	4.79	5.07	3.86
流动负债	**43.13**	**41.11**	**59.17**	**45.19**	**56.84**	**43.28**
长期借款	4.83	4.60	26.72	20.40	26.19	19.94
应付债券	48.36	46.09	30.18	23.05	30.18	22.98
长期应付款	4.45	4.24	11.69	8.92	14.93	11.37
非流动负债	**61.80**	**58.89**	**71.77**	**54.81**	**74.49**	**56.72**
负债总额	**104.93**	**100.00**	**130.94**	**100.00**	**131.33**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

跟踪期内，公司负债总额增长较快，有息债务规模快速增长，以长期债务为主。公司整体债务负担较重，短期偿债压力大幅上升，可能面临很大的集中兑付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 130.94 亿元，较 2018 年底增长 24.79%，主要系短期借款大幅增长所致。公司负债以非流动负债为主，但非流动负债占比有所下降，截至 2019 年底为 54.81%。

截至 2019 年底，公司流动负债 59.17 亿元，较 2018 年底增长 37.91%，主要系短期借款和应付票据增长所致。截至 2019 年底，公司短期借款 14.56 亿元，其中公司本部借款 5.15 亿元，其余短期借款的融资主体均为新融创公司的全资子公司湖南省新融达实业有限公司。公司新增应付票据 5.00 亿元，全部为银行承兑票据。公司其他应付款 32.00 亿元，较 2018 年底下降 1.60%，主要系往来款减少所致。其他应付款中，衡阳市财政局拨付的债务置换资金合计 23.26 亿元（每年需支付利息），对衡阳市城市建设投资有限公司、衡阳中航地产等公司的往来款合计 8.70 亿元，其余主要为保证金。公司一年内到期的非流动负债合计 6.27 亿元，较上年底增长 17.75%，其中一年内到期的长期借款 3.08 亿元，一年内到期的应付债券 2.40 亿元，一年内到期的长期应付款 0.80 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 71.77 亿元，较 2018 年底增长 16.14%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司长期借款 26.72 亿元，较 2018 年底大幅增加 21.89 亿元，主要系公司以银行借款置换应付债券所致。公司长期借款中，保证借款 18.94 亿元，担保方主要为衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“衡阳高新投”）；抵押借款 3.40 亿元，信用借款 3.48 亿元，抵押和保证借款 0.90 亿元。公司应付债券 30.18 亿元，较 2018 年底减少 18.18 亿元，主要系投资者集中回售了 30.00 亿元的“15 白沙洲”和“16 白沙洲”所致；当期公司发行“19 白沙洲 PPN001”和“19 白沙洲”，本金合计 14.00 亿元。公司长期应付款 11.69 亿元，较 2018 年底增长 162.42%，主要系新增湖南省信托有限责任公司信托借款 7.97 亿元所致。此外，公司长期应付款中还包括中航国际租赁有限公司融资租赁款 1.22 亿元，以及国开基金和农发基金的债权投资 3.29 亿元（含一年内到期的部分）。公司递延收益 3.19 亿元，全部为政府补助形成的递延收益，包括保障性住房专项补贴、火车南站棚户区改造补贴和富士康房租补贴等，当期转入“其他收益”的政府补贴合计 0.98 亿元。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 82.73 亿元，较上年底增长 31.28%，主要系短期债务增长所致。截至 2019 年底，公司短期债务 25.83 亿元，较上年底增长 162.71%，公司短期偿债压力大幅上升。将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算，截至 2019 年底公司全部债务 94.42 亿元，较上年底增长 39.94%，主要系银行借款大幅增长所致。从债务结构来看，2019 年底，公司调整后长期债务占调整后全部债务的

72.64%，占比较上年底下降 12.79 个百分点，短期债务占比大幅上升。2019 年底，公司资产负债率为 61.84%，较上年底上升 4.95 个百分点；调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 53.88%和 45.91%，较 2018 年底均有所上升。整体看，公司债务负担较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负责总额 131.33 亿元，较上年底增长 0.30%。公司流动负债 56.84 亿元，较上年底下降 3.94%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致；非流动负债 74.49 亿元，较上年底增长 3.79%，主要系长期应付款增长所致。公司调整后全部债务 97.26 亿元，较上年底增长 3.02%，其中短期债务占比小幅下降至 26.69%，资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别小幅上升至 61.86%、54.57%和 46.83%。

从集中兑付情况看，2020－2022年，公司有息债务到期规模分别为24.54亿元、18.90亿元和5.80亿元。若“18白沙洲PPN001”和“19白沙洲”均于2021年回售，2021年到期债务的最大规模为31.90亿元，公司可能面临很大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模快速增长，利润总额对政府补贴依赖度很高。公司期间费用控制能力较弱，整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 13.55 亿元，同比增长 30.24%；营业利润率为 10.42%，同比下降 0.94 个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年，公司期间费用 3.20 亿元，同比增长 43.87%，主要系费用化利息支出大幅增长所致；期间费用占营业收入的比重较上年上升 2.24 个百分点至 23.59%，公司费用控制能力仍然较弱。

2019 年，公司确认其他收益 3.50 亿元，主要为政府补助。同期，公司利润总额 1.30 亿元，利润总额对政府补助的依赖度很高。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率波动和净资产收益率较上年均有所上升，分别为 2.17%和 1.61%。整体看，公司盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，相当于 2010 年全年的 20.02%；受毛利率上升的影响，营业利润率较上年上升 4.12 个百分点至 14.53%；当期未确认政府补助，实现利润总额 0.15 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司对在建项目保持较大的资金投入，整体回款效率有所提高；经营及投资活动净现金流持续为负，公司对外部融资的依赖性强。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量同比增长 14.92%至 18.92 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 12.56 亿元，同比增长 109.63%，主要为公司收到的项目回款、商品销售款和厂房租金；收到其他与经营活动有关的现金 6.35 亿元，其中往来款 3.20 亿元，其余主要为收到的政府补助。同期，公司现金收入 92.72%，较上年大幅上升，整体回款效率有所提高。2019 年，公司经营活动现金流出 30.43 亿元，同比增长 30.90%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金保持相对稳定，主要为购买土地以及项目投资支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金 14.86 亿元，同比增长 95.41%，主要为支付的往来款。2019 年，公司经营活动现金流保持净流出状态，为-11.52 亿元。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入规模仍然较小，主要为收到南岳公司的还款及投资利息所产生的现金流入。同期，公司投资活动现金流出量同比增长57.20%至5.03亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金主要为厂房项目建设支付的现金，支付其他与投资活动有关的现金主要为对湘梦公司和南岳公司的项目投资，以及子公司认购资产管理计划所支付的现金。2019 年，公司投资活动现金流仍然保持净流出状态，为-4.97 亿元。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动产生的现金流入合计 80.48 亿元，同比增长 446.45%，主要为取得借款和发行债券收到的现金。由于债务集中到期，公司筹资活动现金流出量合计 65.76 亿元，同比增长 301.17%，以偿还债务本息支付的现金为主，其中支付其他与筹资活动有关的现金 12.48 亿元，包括收到票据贴现款 9.10 亿元、

收到信托借款 7.97 亿元以及收回质押的定期存款 0.80 亿元。2019 年，随着偿债高峰期的到来，公司加大了外部融资力度，筹资活动现金流净由负转正，为 14.72 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流入 4.20 亿元，主要为收到的项目回款；经营活动现金流出 7.26 亿元，主要为项目投资支出和支付的往来款；经营活动现金流净额-3.05 亿元，仍保持净流出状态。同期，公司无投资活动现金流入，投资活动的现金流出主要为对在建厂房的投资，投资活动现金流净额-1.20 亿元。公司筹资活动现金流规模相对较小，筹资活动现金流净额 2.21 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力仍弱，长期偿债能力较弱。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年公司流动比率有所下降，速动比率有所上升，截至 2019 年底分别为 267.85%和 55.60%，速动资产对流动负债的保障能力弱。截至 2020 年 3 月底，上述两指标分别为 277.66%和 56.67%。截至 2019 年底，公司非受限现金类资产仅相当于短期债务的 0.20 倍，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 同比增长 35.48%至 4.46 亿元，EBITDA 构成中费用化利息支出占比较高。公司调整后全部债务/EBITDA 小幅上升至 21.16 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 16.69 亿元，担保比率为 20.62%。其中，对衡阳高新投的担保余额 12.50 亿元，对衡阳市湘江水利投资开发有限公司的担保余额 2.20 亿元，对衡阳市滨江新区投资有限公司的担保余额 1.90 亿元，对衡阳远大筑工的担保余额 0.09 亿元。整体看，公司担保规模较大，被担保企业以当地平台公司为主，存在一定的或有负债风险。

截至2020年3月底，公司已获得银行授信额度62.65亿元，未使用授信额度7.07亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司作为衡阳高新区重要的基础设施建设主体，持续获得地方政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

母公司作为主要的业务经营主体，资产、负债和收入规模与合并口径较为接近。

截至2019年底，母公司资产总额172.25亿元，较上年底增长 7.00%。其中流动资产占 82.51%，以存货为主；非流动资产占 17.49%，以长期股权投资、投资性房地产和无形资产为主；资产结构较上年底保持相对稳定。整体看，公司合并范围内的存货和投资性房地产主要在母公司账面体现。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 61.93 亿元，较上年底增长 1.82%，所有者权益规模和结构保持相对稳定。其中，实收资本占 1.61%、资本公积占 87.00%、未分配利润占 9.49%，权益稳定性尚可。

截至2019年底，母公司负债总额110.32亿元，较上年底增长 10.14%。其中流动负债占 38.19%，非流动负债占61.81%，非流动负债占比有所提升。有息债务方面，截至 2019 年底母公司全部债务 67.82 亿元，较上年底增长 20.01%，其中短期债务和长期债务较上年底分别增长 102.92%和 10.48%，长期债务占比较上年底下降 7.12 个百分点至 82.57%。整体看，母公司承担了合并口径下大部分的有息债务，截至 2019 年底母公司全部债务资本化比率为 52.27%，债务负担较重。

作为土地开发和基础设施建设业务的经营主体，2019 年母公司实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 3.60%。同期，母公司实现利润总额 1.12 亿元，同比下降 27.75%，政府补助对利润总额的贡献大。

现金流方面，2019 年母公司经营活动和投资活动现金流净额均为负，分别为-6.34 亿元和-4.21 亿元；筹资活动现金流净额由负转正，为 8.75 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 175.01 亿元，所有者权益 62.03 亿元；2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 2.13 亿元，利润总额 0.17 亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额32.80亿元，存续债券的短期偿债压力一般，2021年公司可能面临很大的债券集中兑付压力。

截至2020年5月底，公司一年内到期兑付的债券合计2.40亿元，系“14白沙投债/PR白沙投”分期偿还的本金，存续债券的短期偿债压力较小。若“19白沙洲”和“18白沙洲PPN001”于2021年集中回售，2021年待尝债务本金将达到峰值23.40亿元。截至2019年底，公司非受限现金类资产5.29亿元；2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为18.92亿元、-11.52亿元和4.46亿元，对公司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）

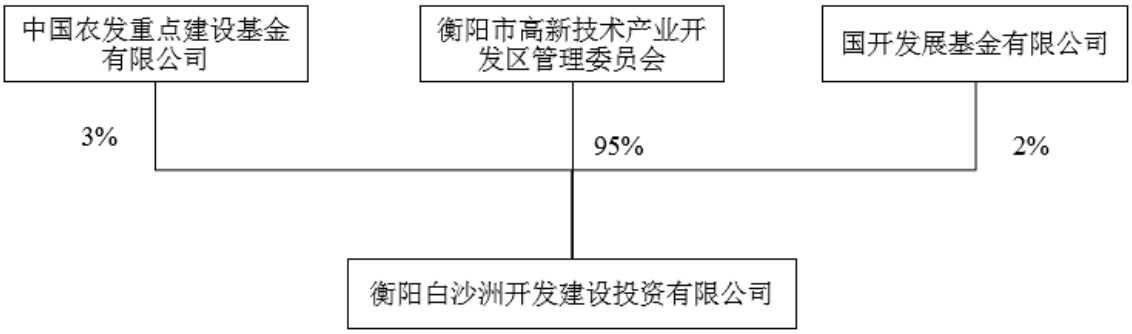
项 目	2020 年 5 月
一年内到期债券余额	2.40
未来代偿债券本金峰值	23.40
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	2.20
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	0.81
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信整理

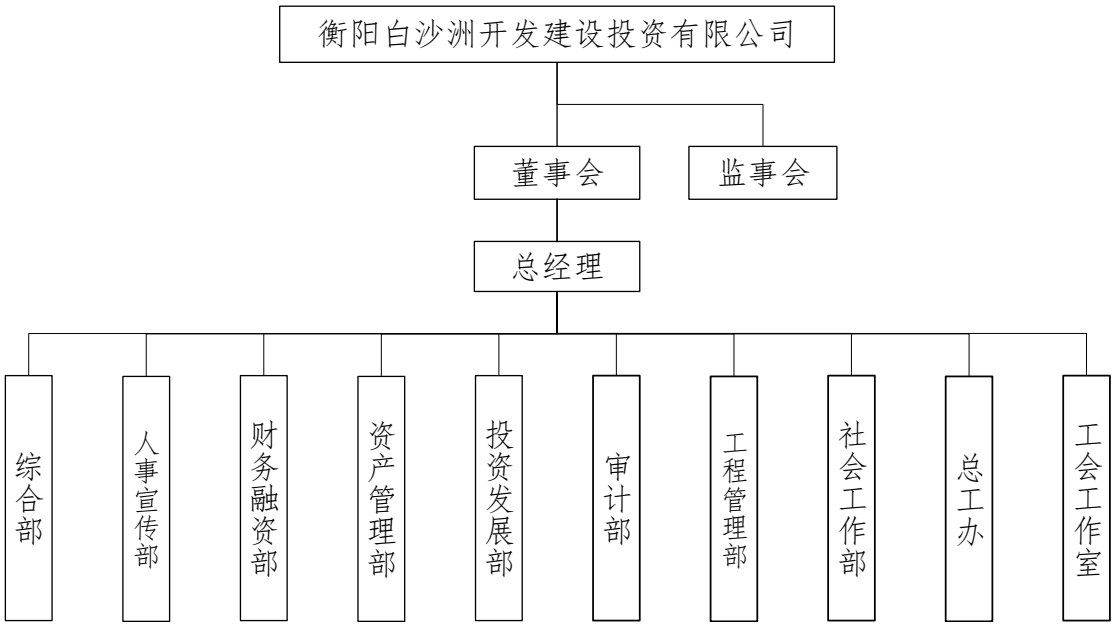
十、结论

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“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　公司股权结构及组织结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 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）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
云谷潮建设投资有限公司	5000.00	土地整理，房地产开发	100.00	--	同一控制下企业合并
衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司	12500.00	土地开发，厂房租赁	100.00	--	投资设立
衡阳市白沙洲人力资源有限公司	200.00	劳务派遣	100.00	--	投资设立
湖南新融创实业有限公司	8000.00	商品销售	55.00	--	投资设立

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.01	6.91	16.37	14.32
资产总额(亿元)	178.93	184.45	211.75	212.29
所有者权益(亿元)	78.88	79.52	80.80	80.96
短期债务(亿元)	8.83	9.83	25.83	25.96
长期债务(亿元)	52.89	53.18	56.90	56.37
调整后长期债务(亿元)	58.25	57.64	68.58	71.30
全部债务(亿元)	61.73	63.02	82.73	82.33
调整后全部债务(亿元)	67.08	67.47	94.42	97.26
营业收入(亿元)	8.08	10.40	13.55	2.71
利润总额(亿元)	0.65	1.14	1.30	0.15
EBITDA(亿元)	4.65	3.29	4.46	--
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-6.79	-11.52	-3.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	93.79	3.36	2.20	--
存货周转次数(次)	0.07	0.08	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	66.52	57.61	92.72	133.85
营业利润率(%)	4.20	11.35	10.42	14.53
总资本收益率(%)	2.71	1.70	2.17	--
净资产收益率(%)	0.80	1.44	1.61	--
长期债务资本化比率(%)	40.14	40.08	41.32	41.05
调整后长期债务资本化比率(%)	42.48	42.02	45.91	46.83
全部债务资本化比率(%)	43.90	44.21	50.59	50.42
调整后全部债务资本化比率(%)	45.96	45.90	53.88	54.57
资产负债率(%)	55.92	56.89	61.84	61.86
流动比率(%)	358.95	317.58	267.85	277.66
速动比率(%)	59.73	38.97	55.60	56.67
经营现金流动负债比(%)	-21.45	-15.74	-19.46	--
现金短期债务比(倍)	2.15	0.70	0.63	0.55
全部债务/EBITDA(倍)	13.28	19.13	18.54	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.43	20.49	21.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.55	0.77	0.85	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.11	3.92	7.07	8.50
资产总额(亿元)	154.10	160.99	172.25	175.01
所有者权益(亿元)	59.77	60.82	61.93	62.03
短期债务(亿元)	5.05	5.83	11.82	11.95
长期债务(亿元)	49.99	50.68	56.00	55.52
全部债务(亿元)	55.04	56.51	67.82	67.47
营业收入(亿元)	7.81	9.89	10.24	2.13
利润总额(亿元)	1.16	1.55	1.12	0.17
EBITDA(亿元)	4.19	2.49	2.75	--
经营性净现金流(亿元)	-6.36	-8.56	-6.34	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	4.72	2.77	--
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	64.10	58.03	119.75	72.99
营业利润率(%)	3.95	10.33	9.30	14.64
总资本收益率(%)	3.68	2.15	2.14	--
净资产收益率(%)	1.93	2.54	1.81	--
长期债务资本化比率(%)	45.55	45.45	47.48	47.23
全部债务资本化比率(%)	47.94	48.16	52.27	52.10
资产负债率(%)	61.21	62.22	64.05	64.55
流动比率(%)	340.87	305.93	337.35	342.34
速动比率(%)	81.76	66.36	71.43	75.66
经营现金流动负债比(%)	-16.56	-19.27	-15.04	--
现金短期债务比(倍)	2.99	0.67	0.60	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	0.42	0.51	0.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.14	22.67	24.63	--

注：2020 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