

信用等级公告

联合〔2020〕514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拟发行的2020年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定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,2020年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司公司债券品种一信用等级为AAA,品种二信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年五月二十日

2020 年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
本期债券品种一担保方信用等级：AAA
本期债券品种一信用等级：AAA
本期债券品种二担保方信用等级：AA ⁺
本期债券品种二信用等级：AA ⁺
评级展望：稳定

债项概况：

本期债券品种一发行金额：不超过 8.50 亿元
本期债券品种二发行金额：不超过 1.50 亿元
本期债券期限：7 年
担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
偿还方式：按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3—7 年末分别按照债券发行总额的 20%偿还债券本金
募集资金用途：用于衡阳市大数据创新产业基地建设项目以及补充营运资金

评级时间：2020 年 5 月 20 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

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”）重要的基础设施建设主体。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其在衡阳高新区白沙洲工业园内具有很强的专营性，在资金注入和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，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。

本期债券发行金额上限较大，对公司现有债务规模和结构有一定影响。湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保”）和常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可有效提高本期债券偿付的安全性。本期债券设置了分期偿付条款，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券分期偿付本金上限的保障能力较好，有助于降低公司的集中偿付压力。

近年来，衡阳高新区和白沙洲工业园经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司在白沙洲工业园内具有很强的业务专营性，随着园区建设的持续推进，公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低；本期债券品种一偿还能力极强，违约风险极低；本期债券品种二偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. **区域经济持续增长，外部环境良好。**近年来，衡阳高新区和白沙洲工业园经济持续增长，2019 年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%，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **公司区域专营性很强，持续获得有力的外部支持。**

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
外部支持				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

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

公司为衡阳高新区重要的基础设施建设主体,也是白沙洲工业园范围内唯一的基础设施和土地开发主体,具有很强的专营性。近年来,公司在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

3. **本期债券获得担保增信支持。**湖南省担保和常德财鑫担保分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可有效提高本期债券偿付的安全性。

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,近年来应收类款项大幅增长,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。
2. **资金需求主要通过外部融资解决。**近年来,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。**2017—2019 年,公司短期债务快速增长,年均复合增长 71.01%,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。
4. **募投项目收益实现存在不确定性。**募投项目收益主要来自服务器和物业租售,收益实现受市场需求和招商引资进度的影响大,存在一定的不确定性。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	19.01	6.91	16.37
资产总额(亿元)	178.93	184.45	211.75
所有者权益(亿元)	78.88	79.52	80.80
短期债务(亿元)	8.83	9.83	25.83
长期债务(亿元)	52.89	53.18	56.90
全部债务(亿元)	61.73	63.02	82.73
营业收入(亿元)	8.08	10.40	13.55
利润总额(亿元)	0.65	1.14	1.30
EBITDA(亿元)	4.65	3.29	4.46
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-6.79	-11.52
营业利润率(%)	4.20	11.35	10.42
净资产收益率(%)	0.80	1.44	1.61
资产负债率(%)	55.92	56.89	61.84
全部债务资本化比率(%)	43.90	44.21	50.59
流动比率(%)	358.95	317.58	267.85
经营现金流负债比(%)	-21.45	-15.74	-19.46
现金短期债务比(倍)	2.15	0.70	0.63
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
资产总额(亿元)	154.10	160.99	172.25
所有者权益(亿元)	59.77	60.82	61.93
全部债务(亿元)	55.04	56.51	67.82
营业收入(亿元)	7.81	9.89	10.24
利润总额(亿元)	1.16	1.55	1.12
资产负债率(%)	61.21	62.22	64.05
全部债务资本化比率(%)	47.94	48.16	52.27
流动比率(%)	340.87	305.93	337.35
经营现金流负债比(%)	-16.56	-19.27	-15.04

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	2019/6/20	兰迪 邱成	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)	阅读全文
AA	稳定	2014/4/25	王冰 田英	城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA	稳定	2014/4/25	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均无版本编号

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

2020 年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

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”）由衡阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）于2005年12月29日出资设立，初始注册资本2000万元。根据2010年11月18日《衡阳市人民政府关于衡阳白沙洲开发建设投资有限公司股权有关事项的批复》（衡政函〔2010〕80号），衡阳市政府将公司全部股权由衡阳市国资委无偿划拨至衡阳市白沙洲工业园区管理委员会（以下简称“白沙洲管委会”），并同意由白沙洲管委会对公司增资8000万元，公司注册资本增加至10000万元。根据2013年9月10日《衡阳市人民政府关于衡阳白沙洲开发建设投资有限公司股权有关事项的批复》（衡政函〔2013〕127号），衡阳市政府将公司全部股权由白沙洲管委会无偿划拨至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”），授权高新区管委会代表衡阳市人民政府对公司行使出资人职权。2016年5月，高新区管委会以货币形式新增对公司投资20000万元，公司注册资本增加至30000万元。2018年，根据与公司、高新区管委会和衡阳市政府签订的投资协议，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别以2%和3%的出资比例对公司增资632万元和948万元，公司注册资本增加至31580万元。截至2019年底，公司注册资本31580万元，实收资本10000万元；高新区管委会持股95%，国开基金持股2%，农发基金持股3%。

公司经营范围：园区招商引资服务；园内基础设施投资经营；土地的开发及整理；房地产开发经营；物业管理；仓储服务；房屋租赁；建材（不含砂砾）、苗木的销售。（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。

公司住所：湖南省衡阳市雁峰区蒸湘南路147号。法定代表人：陈建华。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2020年公司债券（以下简称“本期债券”），金额不超过10.00亿元，其中品种一不超过8.50亿元，品种二不超过1.50亿元。本期债券期限为7年，在债券存续期的第3~7年末分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金。

湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保”）和常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 募集资金用途及募投项目概况

本期债券拟募集资金不超过10.00亿元，其中6.00亿元用于衡阳市大数据创新产业基地建设项目（以下简称“募投项目”），4.00亿元用于补充公司营运资金。募投项目具体情况如下：

募投项目整体概况

募投项目位于白沙洲工业园北侧，旨在为新引进的大数据企业提供办公和配套设施，建

设主体为公司本部。募投项目建设内容包括数据中心、研发中心、宿舍楼和停车场，总用地面积约 16.27 万平方米，总建筑面积 30.00 万平方米。项目建成后，公司将通过数据中心和研发中心租赁，数据中心服务器和宿舍楼租赁以及园区停车位的出租来实现资金平衡。

募投项目审批情况

募投项目已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如表 1 所示：

表 1 募投项目审批表

名称	文号	发文机关	印发时间
衡阳市大数据创新产业基地建设项目用地预审及选址意见	衡白资源规划预审字（2019）1号	衡阳市自然资源和规划局白沙洲分局	2019.12.06
关于衡阳市大数据创新产业基地建设项目环境影响评价报告的批复	衡环白评（2019）001号	衡阳市生态环境局白沙洲分局	2019.12.18
关于衡阳市大数据创新产业基地建设项目节能评估报告的审查意见	衡白发改审（2019）03号	衡阳市发展和改革委员会	2019.12.23
关于衡阳市大数据创新产业基地建设项目社会稳定风险评估意见的批复	白工通（2019）38号	衡阳市白沙洲工业园区管理委员会	2019.12.25
关于衡阳市大数据创新产业基地建设项目可行性研究报告的批复	衡白审批（2019）12号	衡阳市白沙洲工业园区管理委员会	2019.12.31

资料来源：公司提供

项目进度情况

募投项目预计建设期 2 年，计划于 2020 年 4 月开工建设，并于 2022 年底竣工。募投项目计划总投资 10.59 亿元，包括建筑工程费 7.97 亿元、预备费 1.27 亿元、工程建设其他费用 0.51

亿元和建设期利息 0.84 亿元。募投项目拟使用本期债券募集资金 6.00 亿元，其余资金为公司自筹。截至 2020 年 4 月底，募投项目已投资 584.73 万元，包括前期工程咨询、设计和勘察费用等，尚未正式开工建设。

根据《2020 年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司公司债券募投项目基本情况及收益测算报告》（以下简称“收益测算报告”），按照建设期 2 年、经营期 8 年计算，募投项目经营期内预计可实现营业收入 16.83 亿元，扣减经营成本、税金及附加后的项目净收益合计为 14.48 亿元。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是我国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 近年来我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7

CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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

4. 城镇失业率统计中，2016—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。

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

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% 和 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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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（PPIM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

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 1.0%; 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, 较上年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度, 全国一般公共预算收入 4.6 万亿元, 同比增长-14.3%; 支出 5.5 万亿元, 同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下, 财政收支同步下降, 收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定, 但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩, 服务业增长放缓的影响下, 全国就业形势趋于严峻, 全年调查失业率均在 5% (含) 以上, 较上年有所提高。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, 反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月, 受疫情影响企业大面积停工停产的影响下, 城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%, 3 月份有所回落, 但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

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, 主要是大规模降税降费, 落实个税改革政策, 同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元, 为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面, 全年实施三次全面及定向降准, 为市场注入了适度充裕的流动性, “三档两优”的存款准备金率框架初步形成; 通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施, 于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程, 一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点, 至 4.15%; 五年期 LPR 从 4.85% 下调到

4.80%, 引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度, 面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延, 我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展, 促进企业复工复产, 全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面, 主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等, 大力减轻企业负担, 增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元, 提前下达总额达到 1.29 万亿元, 截至 2020 年 3 月底, 各地专项债发行规模 1.1 万亿元, 重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面, 金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心, 运用多种政策工具, 保持流动性合理充裕, 降低企业融资成本, 推动银行加大信贷投放并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款, 给予临时性延期还本付息安排, 开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施, 为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日, 一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点, 至 3.85%; 五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点, 并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%, 推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外, 在疫情发生早期, 央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款, 主要用于重点企业抗疫保供, 一半以上投向中小微企业; 2 月底, 央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度, 下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点; 3 月底, 国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元, 进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出, 史无前例的新冠肺炎疫情对我国经济造成了严重的冲击, 当前经济发展面临的挑战前所未有, 形

势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平上年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对我国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础

设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于我国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资

格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

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公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决

遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

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

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表3 2018年以来与城投债券相关的主要政策

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	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

发布时间	文件名称	主要内容
	展的指导意见》国办发〔2019〕6号	
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〔2019〕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:联合资信综合整理

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公司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。

2. 区域经济环境

近年来,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。同时,衡阳市

制造业以资源型产业主导,面临较大的转型压力。

衡阳市位于湖南省中南部,总面积15310平方公里,是湖南的第二大城市,也是我国中南地区重要的工业城市。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。

根据湖南省统计年鉴和《衡阳市2019年国民经济和社会发展统计公报》,2017—2019年,衡阳市经济持续增长,分别实现地区生产总值2921.52亿元、3046.03亿元和3372.68,按可比口径分别增长8.4%、8.3%和8.1%。2018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,保持相对稳定。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。

2017—2019年,衡阳市固定资产投资保持较快增长,同比增速分别为14.6%、10.3%和11.8%。作为我国老工业基地之一,衡阳市工业基础较好,2017—2019年,衡阳市规模以上工业增加值同比分别增长6.8%、7.7%和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%。年末商品房待售面积146.5万平方米，下降22.6%，比上年末减少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。

近年来，衡阳高新技术产业开发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。

衡阳高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”）于1992年6月经湖南省人民政府批准成立，2012年8月19日经国务院批准升级为国家级高新区。衡阳高新区位于衡阳市城区的西南部，规划面积137平方公里，其中核心区43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。目前，衡阳高新区形成了智能制造、电子信息、高技术服务业三大核心产业集群，已成为全市高新技术产业发展的重要阵地。

近年来，衡阳高新区经济持续增长，固定资产投资保持较快增速。根据衡阳市统计局公布的数据，2017—2019年，衡阳高新区（不含白沙洲工业园，下同）地区生产总值同比分别增长8.5%、8.6%和9.0%，规模以上工业增加值同比分别增长4.7%、7.7%和8.9%，固定资产投资（不含农户）同比分别增长14.6%、16.7%和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。2017—2019年，白沙洲工

业园经济持续增长，地区生产总值同比分别增长8.6%、7.9%和9.1%，规模以上工业增加值同比分别增长10.3%、9.7%和11.1%，固定资产投资（不含农户）同比分别增长14.6%、16.5%和14.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系国有控股企业，截至2019年底，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. 企业规模及竞争力

公司是衡阳高新区重要的基础设施投资建设主体，在白沙洲工业园范围内具有很强的业务专营性。

公司为衡阳高新区重要的建设主体，也是白沙洲工业园唯一的开发建设主体，主要负责白沙洲工业园范围内的基础设施建设、土地整理和厂房租赁，在白沙洲工业园范围内具有很强的专营性。

衡阳高新区由三大功能区构成，分别为核心区、白沙洲工业园和衡山科学城，其中核心区和衡山科学城的开发建设主体分别为衡阳高新投资有限公司（以下简称“衡阳高新投”）和衡阳市衡山科学城投资开发有限公司。整体看，衡阳高新区内的城投企业区域划分明确，业务交叉较少。

表4 截至2019年衡阳高新区主要城投企业概况

（单位：亿元）

企业名称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
衡阳高新投	109.16	58.07	9.77	1.32	31.95
白沙投	211.75	80.80	13.55	1.30	82.73

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高管有较为丰富的管理经验，员工整

体素质尚可，能够满足日常的工作需要。

截至 2019 年底，公司共有高级管理人员 4 人，包括总经理 1 人、副总经理 3 人。

陈建华先生，1964 年 9 月出生，大学本科学历；1984 年 7 月参加工作，历任衡阳市轻工业局生产计划科工作科员、副科长、科长，衡阳市工交企业改革办公室科长，衡阳市医药总公司副总经理，白沙洲工业项目协调工作小组副组长，白沙洲工业园区党工委委员、管委会副主任；现任公司董事、总经理。

尹生文先生，1967 年 4 月出生，大学本科学历；1990 年 7 月参加工作，历任衡阳市郊区和平乡副乡长、副书记，衡阳市郊区岳屏乡乡长，衡阳市雁峰区岳屏镇镇长、党委书记；现任公司副总经理。

李宇柱先生，1974 年 10 月出生，大学本科学历；1995 年参加工作，历任衡阳市总公司生产调度中心调度员，衡阳市自来水总公司兴达公司设计室设计员，衡阳市自来水总公司演武坪水厂厂长、党支部书记，衡阳市自来水总公司纪委书记、党委委员，衡阳市水务投资集团有限公司党委副书记、纪委书记、董事；现任公司副总经理。

邹红华先生，1977 年 3 月出生，大学本科学历；1996 年参加工作，历任衡阳县长安乡政府秘书、党政办副主任、责任区党总支委员，衡阳县政协办公室综合干事、副主任，衡阳市政协教科文卫体委员会综合科科长、办公室政秘科科长、人口资源环境委员会副主任，衡阳市珠晖区人民政府副区长；现任公司副总经理。

截至 2019 年底，公司本部拥有员工 57 人；按学历构成划分，17 人具有大专及以上学历，37 人具有本科学历，3 人具有研究生学历；按年龄构成划分，30 岁及以下共 21 人，31~40 岁共 19 人，41~50 岁共 6 人，50 岁以上共 11 人。

4. 外部支持

近年来，衡阳高新区一般公共预算收入波

动增长，土地使用权出让收入对地方综合财力的贡献大。公司在资金注入及财政补贴等方面获得有力的外部支持。

公司作为衡阳高新区重要的建设主体，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，2017—2019 年，衡阳高新区（不含白沙洲工业园，下同）分别完成一般公共预算收入 18.04 亿元、20.82 亿元和 19.39 亿元（其中地方公共预算收入分别为 5.83 亿元、5.74 亿和 6.80 亿元），财政自给率分别为 42.55%、44.29%和 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分别为 7.37 亿元、6.66 亿元和 9.37 亿元，政府性基金收入分别为 5.55 亿元、32.03 亿元和 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，2017—2019 年，白沙洲工业园地方一般公共预算收入波动下降，分别为 14.32 亿元、1.64 亿元和 5.29 亿元，主要系非税收入波动下降所致；其中，税收收入持续增长，分别为 0.59 亿元、1.05 亿元和 1.27 亿元。

资金注入

2016—2017 年，高新区管委会分别以货币资金 17.39 亿元和 12.40 亿元增加对公司的资本性投入，计入“资本公积”科目。2017—2018 年，公司分别收到债券置换资金 12.00 亿元和 2.82 亿元，计入“其他应付款”科目。

财政补贴

2017—2019 年，公司分别确认财政补贴 5.08 亿元、2.66 亿元和 3.50 亿元，计入“其他收益”科目，主要包括征地拆迁补偿、厂房租赁补贴和项目贷款贴息等。

5. 企业信用记录

近年来，公司债务履约情况良好，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5月15日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构和内部管理制度较为完善，能满足公司日常的经营管理需要。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》等法律、法规的要求，建立了由董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确，运作规范。

公司设股东会，由全体股东组成，作为公司的权力机构。股东会行使决定公司经营方针和投资计划、审批公司年度财务预决算、选举和更换非职工董事、监事等职权。股东会会议分为定期会议和临时会议，其中定期会议每年4月召开。

公司设立董事会，作为公司的决策机构。董事会由7名董事组成，其中6名由股东会审议确定，剩余1名由为职工董事，由公司职工代表大会选举产生。公司设董事长1名，由股东会选举产生。董事长任期3年，任期届满可以连选连任。

公司设监事会，对公司的财务活动及公司负责人的经营管理行为进行监督。监事会成员5人，其中3名由股东会审议确定，剩余2名为职工监事，由公司职工大会或者其他民主形式选举产生。公司设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，负责主持公司的生产经营管理工作。截至目前，公司董事长尚未到位，由总经理主持日常工作。

截至目前，公司董事长和1名监事缺位，有待股东会选举产生。联合资信将持续关注公

董事长和监事会成员的到位情况。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立了各项管理制度，以保障公司的稳定运行。

财务管理方面，公司制订了《应付账款管理制度》《投资授权审批制度》和《筹资风险评估制度》等管理制度，对资金筹集、投资决策、筹资决策等方面做出了规定。筹资方面，公司规定企业筹资授权均需以授权书为准，逐级授权，口头通知与越级授权视为无效授权，总经理授权财务经理全权负责筹资活动，财务融资部经理授权筹资主管负责具体的筹资行为，包括编制筹资预算与筹资方案。

行政管理方面，公司制订了《保密工作规则》《会议管理办法》和《公文处理办法》等管理制度。公司规定，对公司的机密文件，必须实行严格的保密制度，确保公司机密；公司内部发文（函）签呈由拟稿人交文件至综合管理部，综合部人员填写公司发文（函）签呈，并报部门领导，根据发文内容，分别由经理层、监事会、董事会按权限批示。

工程管理方面，公司制订了《工程建设项目变更程序规定》《工程建设计量程序规定》和《安全生产管理制度》等管理制度，在招投标、中介机构选定、工程计量、项目变更、工程安全和项目矛盾协调等方面做出了具体规定，明确了相关流程和管理职责，并建立了奖惩机制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要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，近年来收入规模快速增长，毛利率有所上升。

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。2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长29.47%，2019年为13.55亿元，同比增长30.24%。分

板块看，公司土地开发收入快速增长，主要受到土地出让进度的影响；基础设施建设收入波动增长，是公司最主要的收入来源；厂房租赁收入波动下降，对营业收入的贡献较为有限。

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率波动上升，分别为6.19%、14.63%和13.80%。

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有所上调，使得毛利率大幅上升。2017—2019年，公司厂房租赁业务毛利率由负转正，主要系租金优惠政策到期所致。

表5 2017—2019年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	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	0.95	11.76	7.79	4.84	46.52	12.71	5.75	42.44	12.71
基础设施建设	6.87	84.96	7.79	5.05	48.52	12.71	7.44	54.92	12.71
标准厂房租赁	0.26	3.21	-43.70	0.35	3.37	28.56	0.20	1.46	23.39
金融服务	0.01	0.07	100.00	0.16	1.59	100.00	0.16	1.18	92.07
合计	8.08	100.00	6.19	10.40	100.00	14.63	13.55	100.00	13.80

资料来源：根据公司审计报告整理

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。

2017—2019年，公司分别确认土地开发收入0.95亿元、4.84亿元和5.75亿元。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。截至2019年底，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61.45亿元，已投入

土地整理成本34.80亿元，尚未确认收入，未来仍有一定的投资压力。公司土地整理业务的收入实现和资金平衡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。

表6 截至2019年底公司在整理土地情况

（单位：万平方米、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	314.49	14.14	10.23
西部片区	2014—2023	710.69	37.89	24.54
江南片区	2019—2024	194.09	9.42	0.03
合计	--	1219.27	61.45	34.80

资料来源：公司提供

近年来，公司基础设施建设收入波动增长，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，按照一般基础设施项目的建设模式与公司进行工程款结算。

2017—2019年，公司基础设施建设业务确认的收入波动增长，分别为6.87亿元、5.05亿元和7.44亿元，其中湘江风光带、园区道路提质改造和保障房项目收入占比较高。2018年，基础设施建设收入中由入园企业委托的代建项目收入规模较大，富士康富锦工业厂房（二期）项目确认收入2.95亿元，占当期基础设施建设收入的58.42%。2019年，公司基础设施建设业务收入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。

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。未来仍有一定的投资压力。

表7 截至2019年底公司主要在建基础设施项目情况
(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	0.3
混凝土搅拌站工程	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，2017—2019年，公司当期确认的土地开发业务全部完成回款，基建业务回款情况较差。2019年，公司土地开发和基础设施建设业务分别收到回款5.75亿元和2.12亿元，同时收回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

近年来，公司厂房租赁收入波动下降，毛利率由负转正，对营业收入和利润的贡献很小。

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。

2017—2019年，公司厂房出租收入波动下降，分别为0.26亿元、0.35亿元和0.20亿元。2019年公司租金收入同比下降43.63%，主要系厂房出租率下降所致。受地方政府招商引资减免租金政策的影响，2017年该板块毛利率为负。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存在一定比例的固定成本所致。

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有所下降。

表8 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	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	--	--	--

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，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。2017—2019年，公司分别实现金融业务收入0.01亿元、0.16亿元和0.16亿元，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。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9 截至2019年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：衡阳市大数据创新产业基地即本期债券募投项目

资料来源：公司提供

此外，公司也计划扩大经营性收入来源，2017年，白沙洲工业园获批成为增量配电业务改革试点，公司已获得自主售电牌照，未来可以面向园区企业开展售电业务，通过调节电价来帮助入园企业降低生产成本。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年的财务报告进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018—2019 年的财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

财务报表合并范围方面，2017—2019年，公司合并范围子公司未发生变化。截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共4家，公司财务数据的可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产中存货占比高，应收类款项大幅增长，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。

2017—2019年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长8.79%。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。

2017—2019年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 8.33%，主要来自货币资金、存货和其他应收类款项的增长。截至 2019 年底，公司流动资产 158.50 亿元，较上年底增长 15.71%。

表 10 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.01	10.62	6.91	3.75	15.37	7.26
应收账款	0.05	0.03	6.15	3.34	5.15	2.43
其他应收款	3.29	1.84	3.72	2.02	11.36	5.37
存货	112.58	62.92	120.17	65.15	125.60	59.31
流动资产	135.05	75.48	136.98	74.26	158.50	74.85
投资性房地产	16.28	9.10	17.66	9.57	18.58	8.78
无形资产	20.10	11.23	19.65	10.65	19.20	9.07
其他非流动资产	4.42	2.47	6.57	3.56	7.62	3.60
非流动资产	43.87	24.52	47.47	25.74	53.25	25.15
资产总额	178.93	100.00	184.45	100.00	211.75	100.00

资料来源: 根据公司审计报告整理

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。

2017—2019 年, 公司应收账款波动增长, 截至 2018 年底为 6.15 亿元, 较上年底增加 6.10 亿元, 主要系新增对白沙洲管委会的 4.19 亿元应收项目代建款所致, 剩余应收账款主要为应收商品销售款和厂房租金。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。

2017—2019 年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 85.76%。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 11 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	余额占比
衡阳高新投资有限公司	国有企业	3.22	27.10
湖南森顺实业有限公司	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

2017—2019 年, 公司存货持续增长, 年均复合增长 5.62%。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。公司存货中, 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。

2017—2019 年, 公司非流动资产持续增长, 年均复合增长 10.17%, 其中投资性房地产和无形资产占比较高。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。

2017—2019 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均复合增长 32.40%, 截至 2019 年底账面价值为 2.51 亿元, 其中对衡阳中航地产的股

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。

2017—2019 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 6.84%。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。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 128.64%，截至 2019 年底为 4.57 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。

2017—2019 年，公司无形资产持续下降，年均复合下降 2.27%，截至 2019 年底为 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。

2017—2019 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 31.30%，截至 2019 年底为 7.62 亿元，较上年底增长 16.08%，主要系子公司衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司认购 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、对南岳生物制药有限公司（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。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模持续增长，所有者权益中资本公积占比大，所有者权益稳定性好。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 1.21%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 80.80 亿元，较 2018 年底增长 1.62%，规模和结构保持相对稳定。

表 12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	1.00	1.27	1.00	1.26	1.00	1.24
资本公积	72.08	91.38	72.08	90.65	72.07	89.19
未分配利润	4.86	6.17	5.28	6.64	6.50	8.04
所有者权益	78.88	100.00	79.52	100.00	80.80	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司实收资本均为 1.00 亿元。同期，公司资本公积保持相对稳定，分别

为 72.08 亿元、72.08 亿元和 72.07 亿元。2017—2019 年，公司未分配利润快速增长，年均复

合增长 15.61%，截至 2019 年底为 6.50 亿元，较上年底增长 23.02%。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比
短期借款	3.00	3.00	4.51	4.30	14.56	11.12
其他应付款	27.75	27.74	32.52	30.99	32.00	24.43
一年内到期的非流动负债	5.83	5.83	5.33	5.07	6.27	4.79
流动负债	37.62	37.61	43.13	41.11	59.17	45.19
长期借款	5.83	5.83	4.83	4.60	26.72	20.40
应付债券	47.06	47.04	48.36	46.09	30.18	23.05
长期应付款	5.36	5.35	4.45	4.24	11.69	8.92
非流动负债	62.42	62.39	61.80	58.89	71.77	54.81
负债总额	100.05	100.00	104.93	100.00	130.94	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

近年来，公司负债总额持续增长，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。

2017—2019 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 14.40%。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，但非流动负债占比持续下降，截至 2019 年底为 54.81%。

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.41%。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。

2017—2019 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 120.31%，截至 2019 年底为 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。

2019 年底，公司新增应付票据 5.00 亿元，全部为银行承兑票据。

2017—2019 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 7.38%，截至 2019 年底为 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。

截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 7.22%。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。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，截至 2019 年底为 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；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。

2017—2019 年，公司应付债券规模波动下降，截至 2019 年底为 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。

2017—2019年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长47.72%。截至2019年底，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）。

2017—2019年，公司递延收益持续下降，年均复合下降12.65%，截至2019年底为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，2017—2019年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长15.77%，截至2019年底为82.73亿元。同期，公司短期债务快速增长，年均复合增长71.01%，截至2019年底为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，2017—2019年，公司调整后全部债务快速增长，年均复合增长18.64%，截至2019年底为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；调整后的全部债务资本化比率和调整后的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。

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

近年来，公司收入规模和利润总额快速增长，利润总额对政府补贴依赖度很高。公司费用控制能力较弱，整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长29.47%，主要系土地开发和基础设施建设收入增长所致。同期，公司营业成本快速增长，年均复合增长24.11%，增速低于营业收入。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，2017—2019年，公司期间费用波动下降，年均复合下降10.52%，主要系财务费用波动下降所致。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。2017—2019年，公司期间费用占营业收入的比重分别49.39%、21.35%和23.59%，费用控制能力较弱。

2017—2019年，公司分别确认政府补贴5.08亿元、2.66亿元和3.50亿元，计入“其他收益”科目。同期，公司利润总额快速增长，分别为0.65亿元、1.14亿元和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，2017—2019年，公司总资产收益率波动下降，净资产收益率持续上升，2019年上述指标分别为2.17%和1.61%。整体看，公司盈利能力一般。

5. 现金流分析

近年来，公司项目资金投入规模大，回款效率有所上升；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，2017—2019年，公司经营现金流入量快速增长，年均复合增长27.73%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金规模大幅增长，分别为5.38亿元、5.99亿元和12.56亿元，主要为公司收到的项目回款；收到其他与经营活动有关的现金波动较大，分

别为 6.22 亿元、10.47 亿元和 6.35 亿元，其中往来款分别为 0.36 亿元、7.74 亿元和 3.20 亿元，其余主要为收到的政府补助。同期，公司现金收入比分别为 66.52%、57.61%和 92.72%，回款效率有所上升。近三年，公司经营活动现金流出规模快速增长，年均复合增长 24.39%。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快速增长，年均复合增长 108.32%，主要为支付的往来款。2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流出，分别为-8.07 亿元、-6.79 亿元和-11.52 亿元。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模较小且波动较大，分别为 0.04 亿元、0.16 亿元和 0.06 亿元，主要为收回理财产品投资、收到与资产相关的政府补助、处置长期资产以及收到对南岳公司的项目投资利息所产生的现金流入。同期，公司投资活动现金流出规模波动下降，分别为 5.25 亿元、3.20 亿元和 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购买土地使用权和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。2017—2019 年，公司投资活动净现金流持续净流出，分别为-5.21 亿元、-3.03 亿元和-4.97 亿元。

2017—2019 年，公司经营活动、投资活动净现金流均持续净流出，筹资活动前净现金流分别为-13.28 亿元、-9.82 亿元和-16.48 亿元，公司面临较大的资金缺口。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动上升，主要为股东注资和外部融资产生的现金流入。2017 年，公司吸收投资收到的现金为 7.48 亿元，主要为高新区管委会拨付的资本性投入；2017—2018 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为 14.91 亿元和 2.82 亿元，主要由取得的融资租赁款和债券置换资金构成。2017—2019 年，公司筹资活

动现金流出规模波动增长，年均复合增长 86.28%，以偿还债务本息支付的现金为主。2019 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金 12.48 亿元，其中收到票据贴现款 9.10 亿元，收到信托借款 7.97 亿元，收回质押的定期存款 0.80 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金流净额波动较大，分别为 6.94 亿元、-1.66 亿元和 14.72 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，筹资活动现金流由上年的净流出变为大额净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱，长期偿债能力一般。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，2017—2019 年，公司流动比率快速下降，速动比率波动下降，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。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，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 4.65 亿元、3.29 亿元和 4.46 亿元，EBITDA 构成中费用化利息支出占比较高。2017—2019 年，公司调整后全部债务/EBITDA 持续上升，分别为 14.43 倍、20.49 倍和 21.16 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 10.19 亿元，担保比率为 12.61%。其中，对衡阳高新投的担保余额 6.00 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，或有负债风险一般。

截至2019年底，公司已获得银行授信额度 62.65 亿元，未使用授信额度 1.71 亿元，未使用授信额度全部来自政策性银行，公司间接融资渠道亟待拓宽。

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，母公司所有者权益合计 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。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行金额上限较大，对公司现有债务规模和结构有一定影响，公司债务负担将有所加重。

本期债券发行金额不超过 10.00 亿元，按 10.00 亿元计算，分别相当于 2019 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 14.58%和 10.59%，对公司现有债务规模和结构有一定影响。

2019 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化率分别为 61.84%、53.88%和 45.91%。以公司 2019 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后公司资产负债率、调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化率将分别上升至 63.56%、56.37%和 49.30%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

在分期还款的安排下，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券分期偿付本金上限的保障能力较好，有助于降低公司集中偿付压力。

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行金额上限的 1.16 倍、1.65 倍和 1.89 倍，分别为本期债券分期偿付本金上限的 5.80 倍、8.23 倍和 9.46 倍；经营活动现金流量净额均为负，对本期债券没有保障能力；EBITDA 分别为本期债券发行金额上限的 0.47 倍、0.33 倍和 0.45 倍，分别为本期债券分期偿付本金上限的 2.32 倍、1.65 倍和 2.23 倍。整体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券分期偿付本金上限的保障能力较好。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目所得税后净现金流对本期债券募集资金中用于募投项目建设部分的保障能力尚

可。

本期债券募集资金中6.00亿元将用于募投项目建设。募投项目建设期2年，预计于2022年开始产生经营收入。假定本期债券从发行后第三年开始每年偿还20%的本金。根据收益测算报告，本期债券存续期内，募投项目预计可实现营业收入11.82亿元，包括服务器租赁收入5.35亿元，数据中心租售收入2.29亿元，研发中

心租售收入3.30亿元，宿舍楼租赁收入0.58亿元，停车位租赁收入0.03亿元和管理费收入0.27亿元。扣除运营成本和相关税费后，预计可实现净收益10.28亿元。本期债券存续期内，募投项目的所得税后净现金流量对本期债券募集资金中用于募投项目建设部分的保障能力测算见下表。

表 14 本期债券存续期内募投项目收益预测和保障情况（单位：万元、倍）

项目	合计	建设期		经营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营期现金流入	118231.59	--	--	25373.09	26859.58	23902.22	20511.23	21585.47
经营期现金流出	15388.53	--	--	3118.01	3295.18	3097.39	2864.92	3013.01
经营期所得税前净现金流量	102843.06	--	--	22255.08	23564.40	20804.83	17646.30	18572.45
调整所得税	0.00	--	--	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营期所得税后净现金流量	102843.06	--	--	22255.08	23564.40	20804.83	17646.30	18572.45
当期偿还本金（用于募投项目部分）	60000.00	--	--	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00
所得税后净现金流量保障倍数	--	--	--	1.85	1.96	1.73	1.47	1.55
所得税后净现金流量累计保障倍数	1.71	--	--	1.85	1.91	1.85	1.76	1.71

资料来源：收益测算报告

本期债券存续期内，募投项目累计可实现经营现金流入 11.82 亿元、所得税后净现金流 10.28 亿元（不含建设期现金流出），累计所得税后净现金流对本期债券募集资金中用于募投项目建设部分的覆盖倍数为 1.71 倍，保障程度尚可。本期债券存续期的第 3~7 年，每年的所得税后净现金流均可覆盖当期用于募投项目部分的待偿本金。

考虑到募投项目收入构成中，服务器租赁收入受市场需求的影响大，数据中心、研发中心和宿舍楼的租售受招商引资进度的影响大，可研报告中的测算结果相对乐观，未来项目收益实现存在一定的不确定性。

4. 偿债资金监管

本期债券的偿债资金监管措施有助于募集资金的合规使用与偿债资金的按时归集，从而降低操作风险。

为保障本期债券募集资金的合理使用，确保本息到期可以按时足额兑付，公司拟聘请华

融湘江银行衡阳开发支行（以下简称“监管银行”）担任偿债资金账户的监管银行，监督公司偿债资金的归集和划付。

公司与监管银行签订《资金账户开立和监管协议》（以下简称“监管协议”），根据监管协议，公司将于本期债券核准发行之后的一个月之内在监管银行开设唯一的偿债专户，专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本期债券还本付息日（T 日）前 10 个工作日（即 T-10 日），如监管银行确认偿债资金专户的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告。如在 T-10 日偿债资金专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，监管银行应于当日通知公司要求补足。

5. 担保方分析

湖南省担保和常德财鑫担保为本期债券提供的担保可有效增强本期债券偿付的安全性。

湖南省担保和常德财鑫担保分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连

带责任保证担保

根据湖南省担保和常德财鑫担保出具的《担保函》，其保证范围包括债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用；承担担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起2年。

湖南省担保前身为湖南担保有限责任公司，截至2020年3月底，湖南省担保注册资本60.00亿元，实收资本53.08亿元，唯一股东和实际控制人为湖南省财政厅。截至2019年9月底，湖南省担保资产总额46.60亿元，所有者权益36.35亿元；再担保业务在保责任余额45.25亿元，直保业务在保余额65.31亿元，融资担保业务在保余额64.84亿元。

常德财鑫担保系由常德财鑫金融控股集团有限责任公司全资控股的国有的政府性担保机构，截至2019年9月底，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为45.00亿元，公司实际控制人为常德市财政局。截至2019年9月底，常德财鑫担保资产总额58.08亿元，所有者权益48.66亿元，担保责任余额82.77亿元。

经联合资信评定，湖南省担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；常德财鑫担保主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。上述担保措施可有效增强本期债券偿付的安全性。

十、结论

公司是衡阳高新区重要的基础设施建设主体，主要从事衡阳高新区内白沙洲工业园的土地开发、基础设施建设和厂房租赁。近年来，衡阳市和衡阳高新区经济持续增长，公司在资金注入和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

近年来，公司资产规模持续增长，但存货和应收类款项对资金形成较大占用，资产流动性偏弱；整体债务负担较重，同时面临较大的集中兑付压力；收入规模波动增长，费用控制

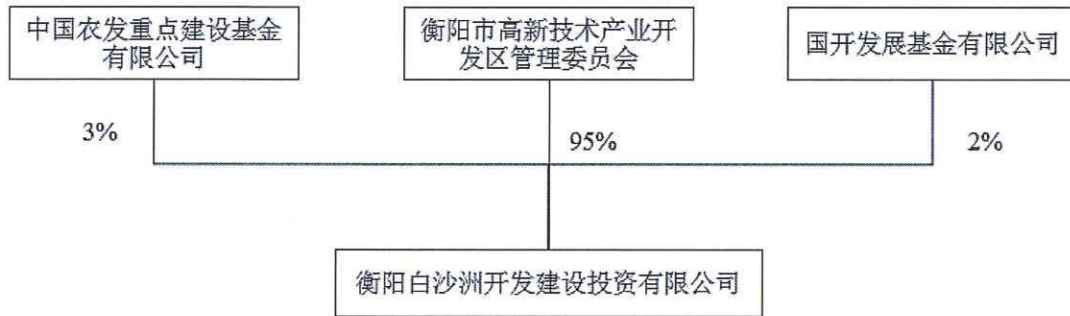
能力较弱，利润总额对政府补助依赖性强；经营和投资活动现金流持续净流出，对外部融资的依赖性强。

近年来，衡阳高新区和白沙洲工业园经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司在白沙洲工业园内具有很强的业务专营性，随着园区建设的稳步推进，公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

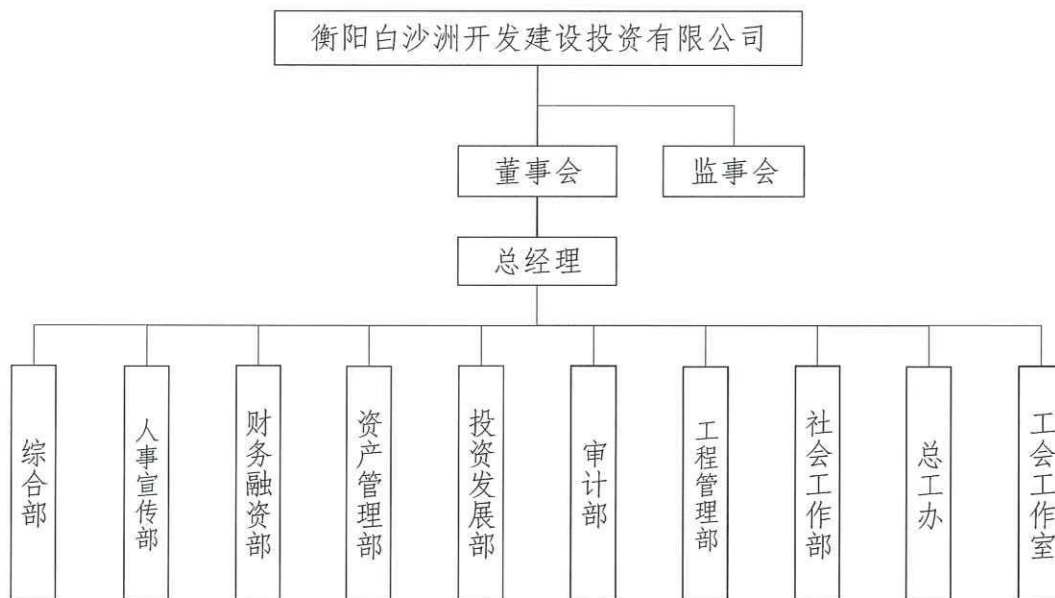
湖南省担保和常德财鑫担保分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可有效提高本期债券偿付的安全性。本期债券设置了分期偿付条款，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券分期偿付本金上限的保障能力较好，募投项目所得税后净现金流对本期债券募集资金中用于募投项目建设部分的保障程度尚可。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司整体偿债能力很强，本期债券品种一偿还能力极强，违约风险极低；本期债券品种二偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司子公司情况

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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	19.01	6.91	16.37
资产总额(亿元)	178.93	184.45	211.75
所有者权益(亿元)	78.88	79.52	80.80
短期债务(亿元)	8.83	9.83	25.83
长期债务(亿元)	52.89	53.18	56.90
调整后长期债务(亿元)	58.25	57.64	68.58
全部债务(亿元)	61.73	63.02	82.73
调整后全部债务(亿元)	67.08	67.47	94.42
营业收入(亿元)	8.08	10.40	13.55
利润总额(亿元)	0.65	1.14	1.30
EBITDA(亿元)	4.65	3.29	4.46
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-6.79	-11.52
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
营业利润率(%)	4.20	11.35	10.42
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
调整后长期债务资本化比率(%)	42.48	42.02	45.91
全部债务资本化比率(%)	43.90	44.21	50.59
调整后全部债务资本化比率(%)	45.96	45.90	53.88
资产负债率(%)	55.92	56.89	61.84
流动比率(%)	358.95	317.58	267.85
速动比率(%)	59.73	38.97	55.60
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
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：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=长期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.11	3.92	7.07
资产总额(亿元)	154.10	160.99	172.25
所有者权益(亿元)	59.77	60.82	61.93
短期债务(亿元)	5.05	5.83	11.82
长期债务(亿元)	49.99	50.68	56.00
全部债务(亿元)	55.04	56.51	67.82
营业收入(亿元)	7.81	9.89	10.24
利润总额(亿元)	1.16	1.55	1.12
EBITDA(亿元)	4.19	2.49	2.75
经营性净现金流(亿元)	-6.36	-8.56	-6.34
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
营业利润率(%)	3.95	10.33	9.30
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
全部债务资本化比率(%)	47.94	48.16	52.27
资产负债率(%)	61.21	62.22	64.05
流动比率(%)	340.87	305.93	337.35
速动比率(%)	81.76	66.36	71.43
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
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.51	0.63
全部债务/EBITDA(倍)	13.14	22.67	24.63

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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	
总资产收益率	(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

联合资信评估有限公司关于 2020 年湖南省衡阳白沙洲开发建设投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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。

衡阳白沙洲开发建设投资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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对衡阳白沙洲开发建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，衡阳白沙洲开发建设投资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白沙洲开发建设投资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，如发现衡阳白沙洲开发建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对衡阳白沙洲开发建设投资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。

如衡阳白沙洲开发建设投资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白沙洲开发建设投资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白沙洲开发建设投资有限公司联系，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。