# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1578 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持邵阳市城市建设投资经营集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16邵阳城建MTN001”和“16邵阳城建MTN002”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

# 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司
# 中期票据跟踪评级报告

**主体长期信用**

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

**债项信用**

| 名称 | 额度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 16 邵阳城建 MTN001 | 5 亿元 | 2016/01/25-2021/01/25 | AA | AA |
| 16 邵阳城建 MTN002 | 5 亿元 | 2016/03/29-2021/03/29 | AA | AA |

**评级时间：**2016 年 7 月 22 日

**财务数据**

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 10.04 | 15.38 | 41.08 | 59.77 |
| 资产总额(亿元) | 297.62 | 348.13 | 457.19 | 486.43 |
| 所有者权益(亿元) | 197.19 | 202.58 | 247.84 | 247.97 |
| 长期债务(亿元) | 58.78 | 92.54 | 137.87 | 163.05 |
| 全部债务(亿元) | 58.89 | 95.32 | 147.39 | 172.58 |
| 主营业务收入(亿元) | 18.66 | 11.16 | 25.75 | 0.62 |
| 利润总额(亿元) | 5.89 | 3.91 | 4.16 | 0.13 |
| EBITDA(亿元) | 6.93 | 5.58 | 5.96 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 2.68 | 1.81 | 1.95 | -4.31 |
| 主营业务利润率(%) | 33.39 | 34.89 | 9.53 | 60.91 |
| 净资产收益率(%) | 2.97 | 1.92 | 1.54 | -- |
| 资产负债率(%) | 33.74 | 41.81 | 45.79 | 49.02 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.00 | 32.00 | 37.29 | 41.04 |
| 流动比率(%) | 568.76 | 504.83 | 545.48 | 549.27 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.50 | 17.09 | 24.72 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.18 | 1.59 | 0.94 | -- |
| 经营现金流动负债比（%） | 6.46 | 3.55 | 3.00 | -- |

注：1. 财务报表使用旧会计准则编制，2016 年 1 季度财务数据未经审计；2.融资租赁款已计入长期债务；3. 现金类资产已剔除使用受限资金；4. 所有者权益包含少数股东权益。

**分析师**
李　海宸　张　宁
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）
Http：//www.lhratings.com

**评级观点**

跟踪期内，邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体，区域垄断地位明显，持续获得政府的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性弱，土地开发业务易受宏观政策和房地产开发市场的影响、基础设施代建业务回购时间不确定等不利因素给公司带来的负面影响。

邵阳市经济稳步发展，经济实力和地方财力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境。随着公司土地开发业务和代建业务的不断推进，公司未来收入和利润水平有望持续提升。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“16 邵阳城建 MTN001”和“16 邵阳城建 MTN002”AA 的信用等级。

**优势**

1. 跟踪期内，邵阳市经济稳定发展，财政收入快速增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体，得到了政府在资产划拨、项目回购、税收减免以及财政补贴等方面的大力支持，区域垄断优势明显。

**关注**

1. 公司土地类资产占比大，且近 70%的土地资产用于抵质押，应收款项、固定资产及在建工程主要为公司基础设施建设项目的未回购部分且回购时间不确定，对公司形成一定的资金占用，资产流动性差。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，未来投资项目规模大，对外融资压力大。

3. 受政府实际回款进度影响，公司收现质量较差。

# 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与邵阳市城市建设投资经营集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与邵阳市城市建设投资经营集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因邵阳市城市建设投资经营集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由邵阳市城市建设投资经营集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、邵阳市城市建设投资经营集团有限公司 2016 年度第一期、第二期中期票据的信用等级自本次跟踪评级报告出具之日起 12 个月内有效；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。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“公司”或“邵阳城投”）主体长期信用及“16 邵阳城建 MTN001”和“16 邵阳城建 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、主体概况

邵阳市城市建设投资经营集团有限公司系根据邵阳市人民政府市政函【2003】70 号文件《关于组建邵阳市城市建设投资经营集团有限公司的意见》，由邵阳市城建投资开发有限公司、邵阳市经济建设投资公司、邵阳市民营经济开发试验区开发总公司、火车南站站前区开发总公司等 4 家单位整合组建成立的国有独资公司，注册资本为5亿元，邵阳市人民政府100%出资，是公司的实际控制人。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 5 亿元。

根据邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“邵阳市国资委”）邵国资复【2005】05 号、【2005】06 号、【2005】07 号文件，邵阳市公用事业局将邵阳市燃气公司（以下简称“燃气公司”）、邵阳市污水处理厂、邵阳市自来水公司（以下简称“自来水公司”）于 2005 年 9 月 30 日无偿划入公司；根据邵阳市国资委邵国资复【2006】19 号文件，邵阳市建设局将邵阳市佘湖山新城开发建设有限公司于 2005 年 12 月 31 日无偿划入公司；根据邵阳市国资委邵国资复【2012】21 号文件，邵阳市经济和信息化委员会所属的邵阳市经济技术担保中心将其拥有的邵阳市中小企业信用担保有限责任公司于 2012 年 12 月无偿划入公司。截至 2015 年底，公司拥有下属 20 家全资子公司。

公司的经营范围：归集城市资产、筹措、管理、营运城市建设投资资金；城市基础设施项目的融资和投资等；凭公司有效资质证明从事土地一级开发、房地产开发与经营；主营业务涉及城市基础设施代建、土地整理开发、自来水供应、污水处理以及燃气供应等。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 457.19 亿元，所有者权益 247.84 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2015 年公司实现主营业务收入 25.75 亿元，利润总额 4.16 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 486.43 亿元，所有者权益 247.97 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2016 年 1~3 月公司实现主营业务收入 0.62 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：邵阳市双清区邵阳大道旁宝庆科技工业园主孵化楼 6 楼；法定代表人：罗少林。

## 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增

速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、

回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“43 号文”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，

到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2．区域经济分析

根据《邵阳市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年全市完成地区生产总值 1387 亿元，比上年增长 9.6%。其中第一产业完成增加值 299.39 亿元，同比增长 3.6%，第二产业完成增加值 508.05 亿元，同比增长 8.9%，第三产业完成增加值 579.56 亿元，同比增长 12.9%。三次产业结构由上年的 21.8：38.2：40.0 调整为 21.6：36.6：41.8，第三产业比重提升了 1.8 个百分点。全市固定资产投资（500 万元以上项目）完成 1522.59 亿元，比上年增长 20.10%。按常住人口计算，全市人均 GDP19100 元，比上年同比增长 9.2%。

2015 年全年建筑业实现增加值 81.02 亿元，按可比价格计算比上年同比增长 8%，占第二产业比重为 15.9%。具有资质等级的建筑企业签订合同金额 552.62 亿元，同比增长 2.3%，完成总产值 294.28 亿元，同比增长 9.4%，期末从业人员 99321 人，比上年增加 3228 人，其中工程技术人员 16792 人，比上年增加 1729 人。房屋建筑施工面积 3057.84 万平方米，同比增长 7%，竣工面积 1159.24 万平方米，同比增长 3.9%。全市固定资产投资（500 万元以上项目）完成 1522.59 亿元，比上年同比增长 20.1%，其中房地产投资 135.67 亿元，同比增长 4.3%。在全部投资中，国有投资 263.89 亿元，同比增长 19.2%，非国有投资 1258.10 亿元，同比增长 20.3%，非国有投资占全部投资比重 82.67%，比上年提高 0.13 个百分点。第一产业完成投资额 158.33 亿元，同比增长 29.0%，第二产业投资 682.94 亿元，同比增长 14.4%，第三产业投资 681.33 亿元，同比增长 24.3%。

从全口径的地方财力结构来看，一般预算收入和上级补助收入是邵阳市财政收入的主要来源。2013~2015 年，一般预算收入占地方可控财力的比重分别为 20.11%、20.57%和 9.12%，2015 年比重大幅下降主要系政府补助收入大幅增长，受限于邵阳市的经济发展水平，一般预算收入对地方可控财力的贡献度较低，且一般预算收入中税收收入占比低，邵阳市的地方可控财力主要依赖于上级政府的补助收入，2013~2015 年，上级补助收入占地方可控财力的比重分别为 67.90%、69.44%和 69.65%。

从地方债务来看，2015 年，邵阳市地方政府债务为 316.65 亿元，其中直接债务为 264.46 亿元，担保债务为 104.37 亿元。地方政府债务主要由直接债务构成，其中最主要为国内金融机构借款 142.95 亿元。截至 2015 年底，公司债务率为 66.61%。

整体看，得益于上级补助收入持续增长，邵阳市地方可控财力持续增长，地方债务负担处于适中水平。

表 2 邵阳市 2013～2015 年全口径财政收支情况（单位：万元）

| 科目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| **一般预算收入** | **681742** | **797328** | **917135** |
| 其中：税收收入 | 348179 | 404673 | 433714 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 非税收入 | 333293 | 392655 | 483421 |
| **上级补助收入** | **2301309** | **2691641** | **3310909** |
| 其中：返还性收入 | 81611 | 83146 | 82512 |
| 一般性转移支付收入 | 1449581 | 1617049 | 1946725 |
| 专项转移支付收入 | 770117 | 991446 | 1281672 |
| **政府基金收入** | **348381** | **335705** | **476329** |
| **预算外财政专户资金收入** | **57800** | **51643** | **49234** |
| **地方可控财力** | **3389232** | **3876317** | **4753607** |

资料来源：公司提供

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 5 亿元，邵阳市人民政府 100%出资，是公司的实际控制人。

### 2. 企业规模

公司作为邵阳市城市基础设施建设运营的重要实体，根据邵阳市人民政府的规划，每年承担大量的基础设施建设业务，包括城市路网、交通基础设施、城市供排水、区域环境治理以及保障安居性工程等。

公司是邵阳市重要的城市基础设施建设运营实体，受政府支持力度大，区域垄断性强。公司目前已经完工的代建项目包括邵阳大道、建设南路延伸段、财神路、沙塘路南段、魏源广场改造等民生工程，极大的改善了邵阳市的基础设施状况。

公司的供水业务由子公司自来水公司负责运营，自来水公司下辖工业街、洋溪桥、城西、桂花渡四座水厂，日供水能力达 51.50 万吨，日均制水量达 22.52 万吨；公司的排水业务由子公司邵阳市污水处理厂负责运营，服务面积 75.82 平方公里，服务人口 65.7 万人，日处理能力可达 14 万吨；公司的燃气业务由子公司燃气公司负责运营，燃气公司目前的管道长度为 525.22 公里，燃气供应量可达 3020.61 万立方米/年。

### 3. 政府支持

跟踪期内，公司在资产划拨、项目回购、财政补贴和税收优惠等方面持续得到了邵阳市政府的大力支持。

资产划拨方面，自 2008 年起，公司持续获得邵阳市政府的土地类资产注入，截至 2015 年底，公司累计获得 205.07 亿元的土地资产，分别计入资本公积的资本溢价（2008 年地块溢价估值 19.15 亿元）和拨款转入（145.38 亿元），同时增加公司的存货。2015 年，根据邵阳市政函【2015】294 号文，将 16 宗地块合计 270.01 万平方米土地使用权，评估价值 41.53 亿元划归公司，计入资本公积。

项目回购方面，为支持公司保障房及市政项目建设，邵阳市政府与公司针对部分项目签订 BT 回购协议，协议约定以项目代建投资额加计项目代建人投资利息和投资回报作为项目总价款，代建项目回购对公司未来的资金收入提供了一定的保障。

税收减免方面，根据邵阳市政函【2003】105 号文，公司开发所取得的土地收入、市政基础设施收入免征营业税、城建税、教育费附加；公司获得的土地收益以及市政基础设施回购收益免征企业所得税。若税务部门对以上收入产生的税费予以追征，则市财政将对公司进行全额补偿。

财政补贴方面，根据邵阳市政函【2003】104 号文，公司在土地开发过程中上缴的土地出让金、耕地占用税等款项，除了法律规定的上缴国家的以外，全部用于返还公司并用于城市建设投入。2015 年，公司获得补贴收入 4.07 亿元，提升了公司整体利润水平。

总体看来，公司作为邵阳市城市基础设施建设的重要投融资实体，在邵阳市垄断优势明

显，受政府支持力度大，未来发展前景良好。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、管理体制和管理制度无重大变动。

## 七、经营分析

1. 经营现状

公司的主营业务主要分为土地开发、基础设施代建、供排水及燃气和工程施工四大板块。

2015 年，公司实现主营业务收入 25.74 亿元，同比增长 130.79%，主要系公司部分代建基础设施业务进行竣工决算产生经营收入所致。从收入构成来看，公司的主营业务收入主要来源于代建基础设施、土地开发和供排水及燃气板块，2015 年三大板块占主营业务收入的比重达 97.48%。2015 年因东大路和宝庆东路等项目完工，确认代建收入 17.59 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.62 亿元，主要来自土地开发（出让土地 169.65 亩）0.60 亿元和其他业务收入 0.02 亿元。

从各个主营业务板块的毛利率来看，2013~2014 年土地开发业务的毛利率一直保持在较高水平，2015 年大幅下降为 10.39%，毛利率较上年大幅下降主要受土地市场低迷影响；供排水和燃气板块的业务常年亏损，主要依靠政府补贴，毛利率水平持续为负值，2015 年毛利率为-3.84%；公司的工程施工业务板块，2015 年毛利率水平大幅上升至 23.40%。公司主营业务收入的明细情况如下表所示：

表 3　2013～2015 年及 2016 年 1 季度公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 年 | | | 2016 年 3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 土地开发 | 8.84 | 47.40 | 59.08 | 8.78 | 78.67 | 42.03 | 5.68 | 22.07 | 10.39 | 0.60 | 97.25 | 60.00 |
| 基础设施代建 | 7.69 | 41.23 | 10.71 | -- | -- | -- | 17.59 | 68.34 | 9.66 | -- | -- | -- |
| 供排水及燃气 | 1.61 | 8.62 | -3.8 | 1.81 | 16.22 | -1.66 | 1.82 | 7.07 | -3.84 | -- | -- | -- |
| 工程施工 | 0.28 | 1.48 | 16.81 | 0.31 | 2.78 | 9.68 | 0.47 | 1.82 | 23.40 | -- | -- | -- |
| 其他 | 0.24 | 1.27 | 99.22 | 0.26 | 2.33 | 96.15 | 0.18 | 0.70 | 96.67 | 0.02 | 2.75 | 94.12 |
| **合计** | **18.66** | **100.00** | **33.60** | **11.16** | **100.00** | **35.34** | **25.74** | **100.00** | **9.71** | **0.62** | **100.00** | **60.94** |

资料来源：公司提供

**土地开发业务**

公司的土地一级整理开发业务主要由子公司邵阳市金土地投资开发有限公司（以下简称“金土地公司”）负责运营。公司承担邵阳市的土地整理开发业务，在实际运作中，公司代政府进行土地一级开发整理，并根据土地市场情况将所开发整理的土地交由土储中心以“招、拍、挂”的方式出让，参与分享土地出让收益。公司土地出让获得的总金额中：公司以土地开发收入的 100%比例计入主营业务收入，以实际发生的土地整理成本及上缴的各项税费（约 19%）计入土地开发成本，公司的土地开发成本计入存货科目。公司土地开发业务的土地出让金全额上缴财政，财政扣除相关税费（约 19%）后将资金全额返还给公司。

2015 年公司土地开发收入大幅下降，主要系土地销售均价大幅下降所致。2015 年，公司实现土地开发收入 5.68 亿元，同比下降 35.31%；土地出让均价为 47.01 万元/亩，同比下降 38.98%。2016 年 1~3 月，公司出让土地面积 169.65 亩，确认收入 0.60 亿元，出让均价为 35.37 万元/亩，出让均价持续降低，但毛利率较 2015 年底大幅增长主要系公司 2016 年 1 季度出让地块整理难度较低所致。公司 2013~2015 年及 2016 年 1 季度土地出让的明细情况如下表所示：

表 4　2013～2015 年及 2016 年 1 季度公司土地出让明细情况（单位：亩，万元）

| 序号 | 地块编号 | 面积 | 公司确认土地收入 |
|---|---|---|---|
| 1 | 商住区 6-5-2#地 | 15.00 | 1780.00 |
| 2 | 商住区 5-6、5-8#地 | 200.40 | 24049.00 |
| 3 | 商住区 1-16#地 | 57.26 | 6871.00 |
| 4 | 商住区 1-13#地 | 19.42 | 1522.65 |
| 5 | 商住区 3-1a#地 | 10.65 | 1065.00 |
| 6 | 商住区 3-10a-1#地 | 30.22 | 1511.00 |
| 7 | 桃花新城 5-1-1#地 | 82.66 | 9100.00 |
| 8 | 佘湖新城 A17-3#地 | 3.68 | 988.00 |
| 9 | 商住区 4-19#地 | 62.73 | 8000.00 |
| 10 | 商住区 4-20#地 | 117.26 | 11726.00 |
| 11 | 十井铺 3-12#地 | 5.08 | 755.00 |
| 12 | 宝科园 3-10a-2#地 | 20.17 | 605.10 |
| 13 | 宝科园 3-16-1#地 | 25.17 | 2089.11 |
| 14 | 佘湖新城 B26-1#地 | 1.25 | 139.39 |
| 15 | 站前区 47#地局部 | 1.33 | 186.20 |
| 16 | 戴家片区 6-4#地 | 8.13 | 1526.00 |
| 17 | 宝科园 3-11、3-13#地 | 134.45 | 16530.00 |
| **2013 年小计** | | **794.86** | **88443.45** |
| 1 | 宝科园商住区 4-10、4-11、4-12#地 | 131.67 | 1053.28 |
| 2 | 站前区 47#地 | 30.31 | 168.00 |
| 3 | 邵州片区 2-2、2-3#地 | 108.71 | 22440.00 |
| 4 | 宝科园商住区 2-3、2-12#地 | 281.09 | 16500.00 |
| 5 | 邵州片区 3-6-3#地 | 14.98 | 2770.00 |
| 6 | 宝科园商住区 3-11、3-13#地 | 134.46 | 16530.00 |
| 7 | 桃花新城 7-3#地 | 46.18 | 4162.00 |
| 8 | 宝科园 8-6#地 | 33.03 | 2972.00 |
| 9 | 宝科园 3-10a-2#地 | 17.44 | 1660.00 |
| 10 | 佘湖新城 E04-2-1#地 | 23.12 | 2554.00 |
| 11 | 佘湖新城 E04-2#地 | 37.52 | 2652.00 |
| 12 | 桃花新城 6-28-1#地 | 23.36 | 2110.00 |
| 13 | 宝科园 2-13#地 | 74.51 | 6705.00 |
| 14 | 站前区 48 号地 | 2.15 | 450.00 |
| 15 | 邵州西路片区 3-5-1 划拨地 | 21.96 | 338.00 |
| 16 | 站前区 45-2 划拨地 | 28.00 | 447.21 |
| 17 | 桃花 4-4 划拨地 | 16.60 | 219.12 |
| 18 | 佘湖新城 A21-1 地 | 5.71 | 1348.48 |
| 19 | 信诚投资有限公司 | 35.95 | 898.90 |
| 20 | 市建设工程公司 | 72.99 | 1824.52 |
| **2014 年小计** | | **1139.75** | **87802.51** |
| 1 | 消防医院项目 | 14.48 | 434.40 |
| 2 | 湘窖产业园项目 | 101.87 | 1415.04 |
| 3 | 湘郡铭志项目 | 115.78 | 3473.49 |
| 4 | 军粮供应站项目 | 10.23 | 117.08 |
| 5 | 云山福地项目 | 43.20 | 1245.50 |
| 6 | 西湖春天项目 02-23 号地块 | 210.46 | 17437.00 |
| 7 | 道格宠物项目 02-09b 号地块 | 14.5 | 284.80 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 8 | 东峰电器项目 6-17 号部分地块 | 46.41 | 881.10 |
| 9 | 麦香园项目 6-17 号部分地块 | 14.02 | 267.00 |
| 10 | 欣桦木业项目（2009）09 号地块 | 13.97 | 78.87 |
| 11 | 82#号地块东南角 | 6 | 86.65 |
| 12 | （2012）29#号地块 | 49 | 980.00 |
| 13 | 市公安局项目 | 145 | 3673.35 |
| 14 | 中南电源项目（2008）14 号地块 | 18.8 | 203.10 |
| 15 | （2012）22#号地块 | 164.98 | 7920.00 |
| 16 | 90#号地块 | 57.71 | 1154.20 |
| 17 | 桃花新城 6-28-1#地块 | 37.07 | 2810.00 |
| 18 | 佘湖新城 B27、B30 | 12.03 | 277.74 |
| 19 | （2014）61 号地块 | 133.52 | 14100.00 |
| **2015 年小计** | | **1209.03** | **56839.32** |
| 1 | （2016）10 号地块 | 169.65 | 6000.00 |
| **2016 年 1~3 月小计** | | **169.65** | **6000.00** |
| **总计** | | **3313.29** | **239085.28** |

资料来源：公司提供

公司不断加大对邵阳市征地拆迁和土地整理开发的力度，截至 2016 年 3 月底，公司累计出让土地面积 3313.29 亩，累计实现土地开发收入 23.91 亿元，截至 2015 年底公司已整理待出让的土地 1162.84 亩。公司的土地开发业务易受房地产调控政策的影响，近年来土地出让单价呈逐步下降趋势且近年来征地拆迁成本有上升的趋势，公司未来土地开发业务收入规模和毛利率可能存在一定的波动。另外，邵阳市政府不断加大对公司的土地资产投入，截至 2015 年底，公司拥有土地资产 1535 万平方米，评估价值约 205.07 亿元，土地性质以商住用地为主，约有 85%的土地用于抵质押融资贷款；另外，由于公司承担了邵阳市的土地开发与运营，对相关土地进行前期开发后根据土地市场情况将所开发的土地交由土地储备中心以“招、拍、挂”方式出让，由此形成了 225.76 亿元的土地开发成本，计入存货—土地开发成本科目。

**基础设施代建业务**

公司作为邵阳市城市基础设施建设运营的主体，根据市政府规划，每年承担大量的基础设施代建业务，包括城市路网、交通基础设施、城市供排水、区域环境治理、保障性安居工程等，公司基础设施代建业务的模式主要有两种：①公司与市政府分项目签订 BT 回购协议，协议约定以项目代建投资额加计项目代建人投资利息和投资回报作为项目总价款，公司代建业务的加成比例在 12%左右，主要针对保障房项目；②公司与政府签订框架性协议，协议约定以代建项目投资额的 10%~12%的加成比例对代建项目进行回购，主要针对道路、桥梁等市政项目的建设。

公司在建的代建项目计入在建工程科目；已完工尚未竣工结算的项目计入固定资产的道路桥梁、园林绿化科目；已完成竣工结算移交给政府的项目结转收入。截至 2016 年 3 月底，公司已完成的建设项目包括邵水西路提质改造、邵州西路提质改造、西湖南路提质改造、邵水西路茅坪段；高新路；邵水东路中段；邵水东路延伸段；张家排二期、忘冠路；三一大道等。2015 年，公司移交东大路、宝庆东路等项目实现回购收入 17.59 亿元，计入了公司应收账款科目。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建的代建项目如下表所示：

表 5 截至 2016 年 3 月底公司在建工程投资情况（单位：亿元）

| 项目 | 总投额 | 截至 2016 年 3 月底累计投额 | 2016 年 4~12 月 | 2017 年 |
|---|---|---|---|---|
| 邵阳市雪峰路建设工程项目 | 6.72 | 5.08 | 1.64 | -- |
| 邵阳市白马大道一期建设工程项目 | 7.18 | 4.98 | 2.20 | -- |
| 蔡锷路改造 | 4.80 | 3.23 | 1.57 | -- |
| 学院路二期 | 3.90 | 3.46 | 0.44 | -- |
| 邵西大道 | 6.80 | 4.70 | 2.10 | -- |
| 学院路二期 | 3.90 | 3.54 | 0.36 | -- |
| 魏源西路 | 1.60 | 1.00 | 0.60 | -- |
| 小江湖半岛棚户区改造 | 34.11 | 26.55 | 7.56 | -- |
| 邵阳市大元公租房小区 | 3.19 | 1.93 | 1.26 | -- |
| 邵阳市砂塘公租房小区 | 4.79 | 1.91 | 2.88 | -- |
| 世纪花苑保障安置小区 | 9.10 | 1.95 | 7.15 | -- |
| 集仙保障性安居小区 | 3.57 | 1.83 | 1.74 | -- |
| 工人文化宫片区改造 | 2.44 | 1.63 | 0.81 | -- |
| 桃花公园建设项目 | 8.52 | 4.31 | 3.12 | 1.09 |
| 城投集团开发区 | 6.11 | 2.67 | 2.53 | 0.91 |
| 邵水西路 | 4.56 | 2.41 | 2.15 | -- |
| 红旗河防洪整治工程 | 5.03 | 2.06 | 2.12 | 0.85 |
| 邵石南路 | 4.08 | 1.99 | 2.09 | -- |
| **合计** | **120.40** | **75.23** | **42.32** | **2.85** |
| **2016 年拟建项目** | | | | |
| 北塔棚户区改造江馨裕泽园项目 | 10.00 | -- | 4.52 | 3.50 |
| 博雅棚户区改造项目 | 8.00 | -- | 3.50 | 3.00 |
| 北塔新城片区新型城镇化建设项目 | 14.80 | -- | 6.35 | 6.10 |
| 邵阳市三环快速路 | 96.00 | -- | 22.00 | 18.00 |
| **合计** | **249.20** | **75.23** | **78.69** | **33.45** |

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目主要是邵阳市雪峰路、白马大道一期、蔡锷路改造、学院路二期、邵西大道和小江湖半岛棚户区改造项目，在建项目的总投额 120.40 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资额 75.23 亿元，未来仍有 45.08 亿元的资金需求；公司未来拟建的项目主要有北塔棚户区改造江馨裕泽园项目、博雅棚户区改造项目、北塔新城片区新型城镇化建设项目和邵阳市城市三环快速等项目，拟建项目的总投资额约为 128.80 亿元。公司未来在建和拟建项目的投资需求大，给公司带来很大的筹资压力。

**供排水和燃气业务**

公司的自来水业务由自来水公司负责运营，截至目前公司拥有工业街、洋溪桥、城西、桂花渡四座水厂，日供水能力达 51.50 万吨，日均制水量达 22.52 万吨，公司的高峰制水量可达 29.54 万吨/日；公司的制水成本为 1.42 元/吨，主要是动力电耗和人工及折旧成本；公司的用水客户结构中：居民用水占比为 57.26%，非居民用水占比 42.18%，特种用水占比 0.56%。公司的供水情况如下表所示：

表 6 公司供水情况（单位：万吨，%）

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 自来水生产量 | 8219.00 | 9609.00 | 9812.00 | 2253.00 |
| 自来水销售量 | 4910.00 | 5064.00 | 5602.00 | 1388.00 |
| 产销差 | 3309.00 | 4545.00 | 4212.00 | 865.00 |

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司自来水生产量和销售量持续增长。自来水产销差波动增长，且维持在较高水平。2016 年 1~3 月，公司自来水产量为 2253 万吨，为 2015 年的 22.96%，销量为 1388 万吨，为 2015 年的 24.78%。

公司的自来水漏损情况很严重，自来水业务的产销差波动增长，导致供水业务常年处于亏损状态，该部分业务的毛利率为负值，该部分业务的管理能力有待加强。

表 7 邵阳市自来水价格（单位：元/吨）

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 居民用水 | 1.55 | 1.55 | 1.55 | 1.55 |
| 非居民用水 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 |
| 特种用水 | 6.00 | 6.20 | 6.20 | 6.20 |

资料来源：公司提供

跟踪期内，邵阳市的水价与 2014 年保持一致，为居民用水 1.55 元/吨、非居民用水 2.36 元/吨、特种用水 6.20 元/吨。

公司的排水业务由子公司邵阳市污水处理厂负责运营，下属洋溪桥污水处理厂服务面积 37.65 平方公里，服务人口 40.5 万人，日处理能力可达 10 万吨；下属的红旗渠污水处理厂服务面积 38.17 平方公里，服务人口 25.2 万人，日污水处理能力可达 4 万吨。公司近年的污水处理情况如下表所示：

表8 公司污水收集及处理情况（单位：万吨）

| 年度 | 污水处理厂（座） | 污水收集量 | 污水处理量 |
|---|---|---|---|
| 2013 年 | 2 | 4664.50 | 4664.50 |
| 2014 年 | 2 | 3600.00 | 3600.00 |
| 2015 年 | 2 | 4280.43 | 4280.43 |
| 2016 年 1~3 月 | 2 | 1002.00 | 1002.00 |

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司污水处理厂维持 2 座。污水收集量和处理量保持一致，近三年波动下降，2015 年，公司污水收集和处理量均 4280.43 万吨。2016 年 1~3 月，公司污水收集、处理量均为 1002 万吨。

公司的污水处理价格为居民用水 0.72 元/吨、特种污水 1.35 元/吨。

公司的燃气业务由燃气公司负责运营，燃气公司是邵阳市城市管道燃气唯一服务单位，主要供应邵阳市市区和新邵县城的工业和居民用气，燃气公司 2012 年之前供应焦炉煤气和液化天然气两种气源，2012 年以后全部供应天然气。燃气公司目前的管道长度为 525.22 公里，燃气供应量可达 3020.61 万立方米/年。2015 年，公司液化天然气供应量大幅降低，管输天然气供应量大幅上升，主要系邵阳市逐步调整燃气模式所致。公司的燃气供应情况如下表所示：

表 9 公司燃气供应情况

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 燃气供应量（天然气）（万立方米） | 液化天然气 586.95 管输天然气 1203.86 | 液化天然气 586.95 管输天然气 1203.86 | 液化天然气 115.25 管输天然气 2905.36 | 液化天然气 27.20 管输天然气 700.2 |
| 燃气管网长度（公里） | 520.14 | 520.14 | 525.22 | 525.22 |
| 燃气供应成本（元/立方米） | 液化天然气 4.30 管输天然气 2.99 | 液化天然气 4.30 管输天然气 2.99 | 液化天然气 4.30 管输天然气 2.85 | 液化天然气 4.30 管输天然气 2.85 |
| 燃气销售价格（元/立方米） | 3.95 | 3.95 | 3.95 | 3.95 |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司供排水及燃气收入基本保持稳定，2015 年实现收入 1.82 亿元。整体来看公司供排水和燃气板块收入较为稳定。

公司的工程施工业务主要是同供排水及燃气相关的一些安装业务，收入规模较小且保持稳定。2015 年，公司工程施工板块分别实现收入 0.47 亿元。

2. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为 1.15 次、0.09 次和 0.06 次，2015 年分别为 1.15 次、0.11 次和 0.06 次。总体看，公司的经营效率低，但符合其从事的城投类行业的特点。

3. 未来发展

公司作为邵阳市城市基础设施建设投融资建设的主体，未来将继续履行市政基础设施投资建设的职能，完善邵阳市地区的基础设施建设，不断推进保障房、公租房以及棚户区改

造等安居工程，为邵阳市地区的经济发展提供良好的发展环境，邵阳市政府对公司的支持力度很大，公司区域垄断优势明显，但未来建设项目投资金额大，公司存在较大的融资压力。

## 八、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015 年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2016 年 1 季报未经审计。

截至 2015 年底，公司纳入合并报表范围的全资子公司 20 家。公司近三年合并范围有所变动，对财务报表数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 457.19 亿元，所有者权益 247.84 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2015 年公司实现主营业务收入 25.75 亿元，利润总额 4.16 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 486.43 亿元，所有者权益 247.97 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2016 年 1~3 月公司实现主营业务收入 0.62 亿元，利润总额 0.13 亿元。

### 1．盈利能力

2015 年，公司实现主营业务收入 25.75 亿元，同比增长 130.73%，2015 年主营业务收入较上年大幅增长，主要系 2015 年邵阳市政府对已完工的东大路项目进行回购导致营业收入大幅增加所致。从收入构成来看，公司的主营业务收入主要来源于代建基础设施收入、土地开发和供排水及燃气板块，2015 年三大板块占主营业务收入的比重达 97.48%。2015 年，公司主营业务成本为 23.24 亿元，同比增长 222.33%，主营业务成本增幅大于主营业务收入增幅。2015 年主营业务利润率为 9.53%，2015 年主营业务利润率的大幅下降主要是由于公司土地开发利润大幅下降导致。

从期间费用来看，公司的期间费用主要是管理费用和财务费用，2015 年的期间费用率为 9.61%，同比下降 15.37 个百分点，2015 年期间费用率明显下降主要是由于代建项目确认收入拉高 2015 年营业收入所致。整体上，公司期间费用逐年增加，公司对期间费用的控制能力有待提升。

2015 年，公司的营业利润为 0.10 亿元，同比大幅下降；公司获得政府补贴收入 4.07 亿元，补贴收入主要系基础建设补贴、公租房补贴及耕地占用税返还。得益于政府补贴收入的增长，公司 2015 年利润总额为 4.16 亿元，同比增长 6.39%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.62 亿元，实现利润总额 0.13 亿元，公司主营业务利润率 60.91%。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为 1.61%和 1.94%；2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.31%和 1.54%，盈利能力有所减弱。

总体来看，公司的主营业务收入主要来源于土地开发收入和代建收入，鉴于近年土地市场低迷，收入会有所波动；代建基础设施收入受到政府回购款项支付时间的影响，回款时间不确定性较大，利润总额对补贴收入依赖较强，公司整体盈利水平较弱。

### 2．现金流

经营活动方面，公司 2015 年实现经营活动现金流入 14.80 亿元，较上年下降 0.47 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2015 年公司经营活动现金流出为 12.85 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金；公司 2015 年经营活动现金流量净额为 1.95 亿元。从收现质量来看，2015 年，公司的现金收入比为 56.89%，较 2014 年减少 78.68 个百分点。受代建项目确认收入，但现金回款滞后的影响，公司 2015 年的收现质量有所下降。

投资活动方面，跟踪期内公司对外投资规模较大，2015 年投资活动现金流出 25.64 亿元，

公司投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产；公司投资活动现金流入量规模较小，主要为收回投资（理财投资）收到的现金；2015 年，公司投资活动现金流净额为-24.14 亿元。

公司经营活动产生的现金流净额不能够覆盖公司的投资需求，公司存在较大的对外筹资压力。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入量 69.24 亿元，全部为借款所收到的现金；跟踪期内，公司筹资活动现金流出迅速增长，2015 年公司筹资活动现金流出 21.34 亿元，主要为偿还债务所支付的现金和分配股利、利润、偿付利息支付的现金；公司 2015 年筹资活动现金流净额为 47.90 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为-4.31 亿元、-6.08 亿元和 25.19 亿元。

总体看来，跟踪期内，公司的投资规模不断增大，经营所产生的现金流难以满足公司的投资需求，公司对外筹资压力大。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，随着邵阳市城市基础设施建设的不断推进，公司业务规模不断扩大，资产总额快速增长，截至 2015 年底，公司资产总额为 457.19 亿元，同比增长 31.33%。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占比 77.42%，固定资产占比 21.17%，其他资产占比 1.41%。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 353.97 亿元，同比增长 31.71%。公司流动资产构成主要为：货币资金（占 12.71%）、存货（占 63.82%）、应收账款（占 8.37%）、其他应收款（占 9.30%）、预付账款（占 5.39%）和短期投资（占 0.41%）。

截至 2015 年底，公司货币资金 44.98 亿元，较 2014 年大幅增长，主要系融资资金增加所致。其中主要为现金、银行存款和其他货币资金。其他货币资金系邵阳市城市建设投资经营集团有限公司和邵阳市中小企业信用担保有限责任公司存放于银行的保证金存款，扣除其他货币资金中的受限资金后公司现金类资产为 41.08 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款余额 29.65 亿元，较上年末增加 14.54 亿元，主要系应收代建项目回购款和以前年度公司出让土地应收地产公司的购地款。根据邵阳市政办函【2008】177 号文，由公司投资建设的市政建设项目竣工后，由投资额的 12%作为投资回报由邵阳市财政支付给公司。公司应收账款账龄在 1 年以内占比 60.95%；1~2 年的占比 4.97%；2~3 年的占比 23.17%；3 年以上的占比 10.91%。公司应收账款合计计提坏账准备 1.45 亿元。公司应收账款整体规模较大，账龄较长，占用资金明显。应收账款前五名明细如下：

表 10 截至 2015 年底公司应收账款前五名明细

（单位：万元，%）

| 欠款单位 | 金额 | 比例 |
|---|---|---|
| 邵阳市人民政府 | 228999.18 | 77.25 |
| 邵阳市彰泰投资置业有限公司（刘红波） | 7313.37 | 2.47 |
| 湖南湘体置业有限责任公司 | 6600.00 | 2.23 |
| 邵阳市宸宇房地产开发有限公司 | 5546.43 | 1.87 |
| 邵阳市腾升房地产开发有限公司 | 5350.00 | 1.80 |
| **合计** | **253808.97** | **85.62** |

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他应收款为 32.92 亿元，同比增长 36.57%，主要为对其他城建公司的借款和部分往来款、股权转让款。公司其他应收款账龄在 1 年以内占比 61.72%；1~2 年的占 20.57%；2~3 年的占 8.04%；3 年以上的占 9.67%。公司其他应收款合计计提坏账准备 1.11 亿元。其他应收款的前五名单位明细如下表所示：

表 11 截至 2015 年底公司其他应收款前五名明细

（单位：万元，%）

| 欠款单位 | 金额 | 比例 |
|---|---|---|
| 邵阳市两路项目建设公司 | 139880.98 | 42.50 |
| 邵阳市宝庆产业集中区投资建设开发有限公司 | 37282.37 | 11.33 |

| | | |
|---|---|---|
| 湖南万力建设集团有限公司 | 18287.00 | 5.56 |
| 邵阳市宝庆工业新城投资开发公司 | 15182.00 | 4.61 |
| 邵阳市宝庆科技工业园管理委员会 | 11753.57 | 3.56 |
| **合计** | **222385.92** | **67.56** |

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司预付账款为 19.08 亿元，同比增长 19.20%。公司预付账款主要为预付工程款。

截至 2015 年底，公司存货为 225.91 亿元，同比增长 24.12%，存货的增加主要系邵阳市政府不断增加对公司的土地投入所致。由于公司承担了邵阳市的土地开发与运营，对相关土地进行前期开发后根据土地市场情况将所开发的土地交由土地储备中心以“招、拍、挂”方式出让，由此形成了 225.76 亿元的土地开发成本，计入存货—土地开发成本科目。公司土地存货中有 60 宗土地作为抵押。

截至 2015 年底，公司固定资产原值为 36.38 亿元。公司固定资产累计计提折旧 4.25 亿元，计提减值准备 0.02 亿元，固定资产净额 32.12 亿元，较 2014 年大幅降低主要系代建项目移交邵阳市政府所致。

公司的在建工程主要为城市公共基础设施代建工程，截至 2015 年底为 64.66 亿元，同比增长 31.89%。截至 2015 底，公司发生资本化利息 7.53 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 486.43 亿元，较 2015 年底增长 6.39%，其中，流动资产占 77.70%，固定资产占 20.96%，其余为长期投资和无形资产，资产构成较 2015 年底变化不大。

总体来看，公司资产以流动资产为主，其中存货和应收类账款占比较高。存货中的大部分土地资产用于抵质押，资产流动性弱；应收类账款对公司的资金占用大且回收风险升高。综上所述，资产质量一般。

截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 0.02 亿元）为 247.84 亿元，同比增长 22.35%。截至 2015 年底，公司所有者权益构成主要为：实收资本（占 2.02%）、资本公积（占 87.78%）、盈余公积（占 1.92%）和未分配利润（占 8.29%）。

公司的资本公积主要为政府注入的土地资产，且很大比例用于抵质押贷款。截至 2015 年底，公司资本公积为 217.52 亿元，同比增长 23.54%，主要系 2015 政府新注入土地所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权（含少数股东权益）为 247.97 亿元，与 2015 年底基本保持一致。

截至 2015 年底，公司负债为 209.36 亿元，同比增长 43.83%。从债务结构来看，流动负债占比 31.00%，长期负债占比 69.00%，公司负债以长期负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 64.89 亿元，同比增长 27.44%，流动负债整体快速增长，年均复合增长率 25.04%，截至 2015 年底，公司流动负债构成主要为预收账款和其他应付款，合计占流动负债比重达 81.85%。

公司预收账款主要为预收代建项目款和经营转让款，截至 2015 年底为 10.65 亿元，波动中有所下降，同比下降 11.55%。从账龄上看，截至 2015 年底，预收账款账龄在 1 年以内的占比 28.01%；账龄在 1~2 年的占比 14.81%；账龄在 2~3 年占比 0.06%；账龄在 3 年以上占比 57.12%。

公司其他应付款近年来增长较快，截至 2015 年底为 42.47 亿元，同比增长 43.28%，2015 年较 2014 年大幅增长，主要为邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司的往来款。

截至 2015 年底，公司长期负债为 144.46 亿元，同比增长 52.65%。截至 2015 年底，公司长期负债中长期借款 68.80 亿元，其中 74.88%为抵质押借款，公司使用自有土地资产、补贴收益权以及污水处理费收费权进行抵质押；应付债券 54.00 亿元，分别为公司发行的“10 邵阳城投债”、“12 邵阳城投债、“15 邵阳城投 PPN001”和“15 邵阳城投 PPN002”的应付本金及利息。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 15.07 亿元，主要为融资租赁款，该科目已计入公司

长期有息债务。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 238.46 亿元，较 2015 年底增长 13.90%，主要来自长期借款的增长。从结构看，流动负债占 28.86%，长期负债占 71.14%，长期负债占比较 2015 年底有所增加。

随着公司经营投资规模的扩大，公司跟踪期内有息债务增长较快，2015 年底公司全部债务分别为 147.39 亿元，同比增长 54.64%。截至 2015 年底，公司全部债务中短期债务占 6.46%，长期债务占 93.54%，公司有息债务以长期债务为主。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 172.58 亿元，较 2015 年底增长 17.09%，其中短期债务为 9.52 亿元，长期债务为 163.05 亿元。

从债务指标来看，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率近三年均值分别为 42.19%、31.87%和 34.98%，截至 2015 年底分别为 45.79%、35.74%和 37.29%。截至 2016 年 3 月底，公司上述指标分别为 49.02%、41.04%和 39.67%，公司债务负担有所上升。

总体来看，公司债务结构以长期债务为主，债务规模快速上升，目前公司债务水平适中。但未来项目资金需求量较大，未来债务水平可能进一步升高。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年底，公司流动比率和速动比率平均值分别为 537.94%和 170.68%；2015 年底公司的流动比率和速动比率分别为 545.48%和 197.36%，公司流动比率和速动比率均较上年底有所回升，总体指标尚可，但考虑到流动资产中应收类款项占比较高，实际值低于计算值。2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 549.27%和 219.12%。公司 2015 年的经营现金流动负债比为 3.00%，较 2014 年下降 0.55 个百分点，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体看来，公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力处于较适宜水平。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 值为 5.96 亿元；全部债务/EBITDA 为 24.72 倍，指标弱化的原因主要由于 2014 年以来债务总额增长迅速，考虑到邵阳市政府对公司的综合支持，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保合计 21.04 亿元，担保比率为 8.49%，担保对象主要为合作往来的项目公司，公司对外担保明细情况如表 12 所示。目前相关企业经营情况良好。公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2015 年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

| 被担保方 | 担保金额 |
|---|---|
| 邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司 | 3.00 |
| 邵阳市宝庆产业集中区投资建设开发有限公司 | 2.60 |
| 邵阳公路桥梁建设有限责任公司 | 2.60 |
| 邵阳公路桥梁建设有限责任公司 | 1.90 |
| 邵阳市宝庆公路桥梁工程有限公司 | 1.40 |
| 邵阳市公路管理局 | 0.76 |
| 邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司 | 4.00 |
| 湖南省保障性安居工程投资有限公司 | 2.58 |
| 邵阳公路桥梁建设有限责任公司 | 2.00 |
| 邵阳市诚信野花天然气有限公司 | 0.20 |
| **合计** | **21.04** |

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司共计获得银行授信额度 106.90 亿元，实际使用 51.35 亿元，尚未使用 55.55 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5．续存期内债权偿债能力分析情况

截至目前，公司待偿还中期票据本金总额10亿元。2015年公司EBITDA为待偿还债券的0.60倍，经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为待偿还中期票据本金总额的1.48倍和0.20倍。经营活动现金流入量对存续期债券保障能力尚可。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告（机构信用代码：G10430502000155708），截至 2016 年 5 月 10 日，公司有 1 笔已结清关注类贷款，根据中国工商银行出具的说明，出现该笔关注类贷款的原因是中国工商银行工作人员操作失误未及时收息所致。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

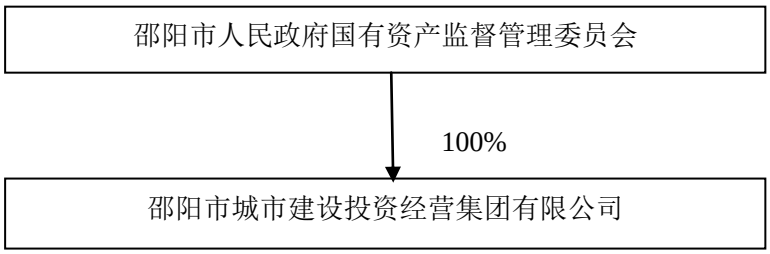
7. 抗风险能力

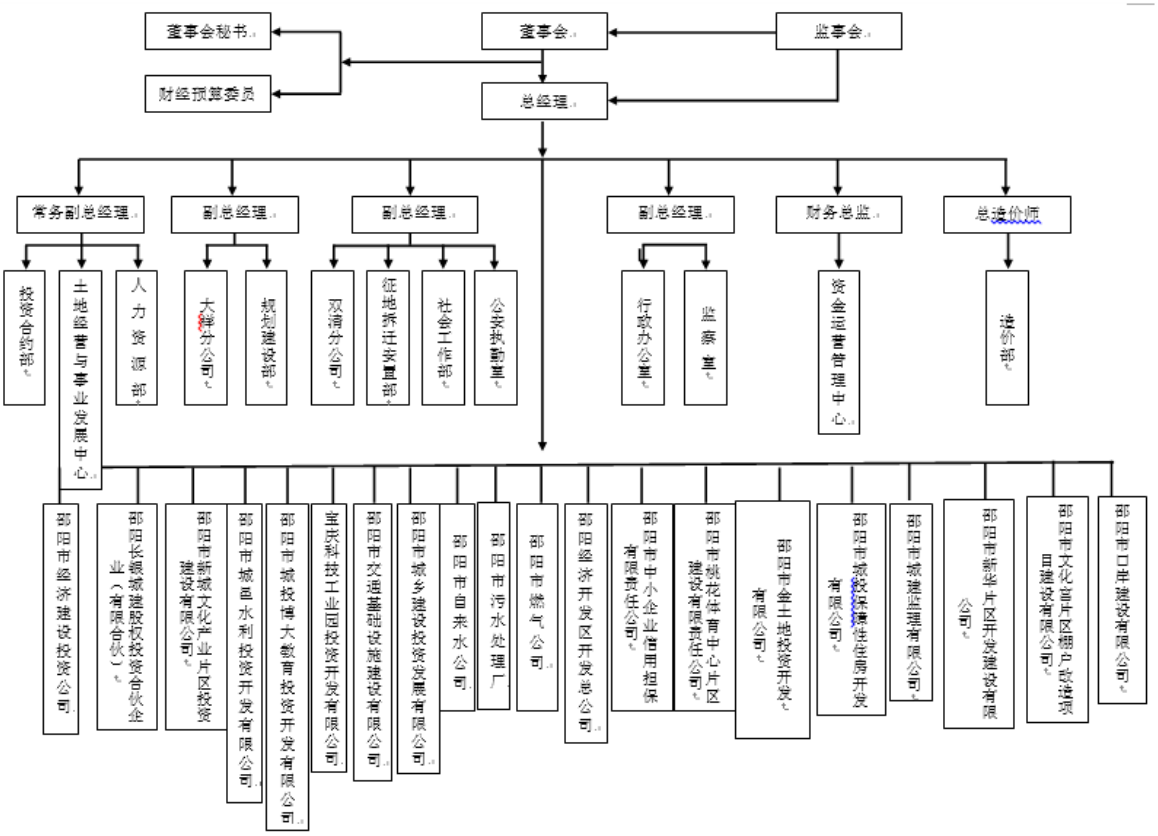
基于对公司自身经营和财务风险，以及邵阳市的财力状况和政府对公司的各项支持综合判断，公司整体抗风险能力较强。

## 九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 邵阳城建 MTN001”和“16 邵阳城建 MTN002”AA 的信用等级。

# 附件 1-1 公司股权结构图及组织机构图



# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 10.04 | 15.38 | 41.08 | 59.77 |
| 资产总额(亿元) | 297.62 | 348.13 | 457.19 | 486.43 |
| 所有者权益(亿元) | 197.19 | 202.58 | 247.84 | 247.97 |
| 短期债务(亿元) | 0.11 | 2.78 | 9.52 | 9.52 |
| 长期债务(亿元) | 58.78 | 92.54 | 137.87 | 163.05 |
| 全部债务(亿元) | 58.89 | 95.32 | 147.39 | 172.58 |
| 主营业务收入(亿元) | 18.66 | 11.16 | 25.75 | 0.62 |
| 利润总额(亿元) | 5.89 | 3.91 | 4.16 | 0.13 |
| EBITDA(亿元) | 6.93 | 5.58 | 5.96 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 2.68 | 1.81 | 1.95 | -4.31 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 1.79 | 0.71 | 1.15 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.08 | 0.04 | 0.11 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.07 | 0.03 | 0.06 | -- |
| 现金收入比(%) | 63.36 | 135.57 | 56.89 | 3.86 |
| 主营业务利润率(%) | 33.39 | 34.89 | 9.53 | 60.91 |
| 总资本收益率(%) | 2.51 | 1.70 | 1.31 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.97 | 1.92 | 1.54 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 22.96 | 31.36 | 35.74 | 39.67 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.00 | 32.00 | 37.29 | 41.04 |
| 资产负债率(%) | 33.74 | 41.81 | 45.79 | 49.02 |
| 流动比率(%) | 568.76 | 504.83 | 545.48 | 549.27 |
| 速动比率(%) | 138.90 | 147.39 | 197.36 | 219.12 |
| 经营现金流动负债比(%) | 6.46 | 3.55 | 3.00 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.18 | 1.59 | 0.94 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.50 | 17.09 | 24.72 | -- |

注：1.公司财务报表旧会计准则编制，2016 年一季报未经审计；
2.现金类资产中已扣除受限资金，所有者权益包括少数股东权益。
3.融资租赁款已计入长期债务。

# 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 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%<br>（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 | |
| 主营业务收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| **经营效率指标** | |
| 销售债权周转次数 | 主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据） |
| 存货周转次数 | 主营业务成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 主营业务收入/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% |
| 主营业务利润率 | （主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加）/主营业务收入×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% |

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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

| 级别设置 | 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 |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。