

信用等级公告

联合〔2019〕2777号

益阳市城市建设投资开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对益阳市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年第一期城市停车场建设专项债券进行了主动评级，确定：

**益阳市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

益阳市城市建设投资开发有限责任公司拟公开发行的 2019 年第一期城市停车场建设专项债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十一月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019年第一期益阳市城市建设投资开发有限责任公司 城市停车场建设专项债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：7.00 亿元

债券期限：7 年

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、分期偿还本金

评级时间：2019 年 12 月 25 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	229.02	229.76	230.12
所有者权益（亿元）	134.60	134.60	137.19
长期债务（亿元）	55.22	64.78	44.38
全部债务（亿元）	59.29	69.44	62.18
营业收入（亿元）	13.35	12.82	16.52
净利润（亿元）	1.90	1.09	2.28
EBITDA（亿元）	3.59	2.13	3.77
经营性净现金流（亿元）	-8.12	0.50	3.25
营业利润率（%）	4.35	2.55	10.61
净资产收益率（%）	1.45	0.81	1.68
资产负债率（%）	41.23	41.42	40.38
全部债务资本化比率（%）	30.58	34.03	31.19
流动比率（倍）	5.62	7.25	4.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.03	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	0.58	1.67
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.30	0.54

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	121.04	122.48	116.50
所有者权益（亿元）	82.69	86.33	83.60
净资本（亿元）	57.53	53.87	51.93
担保余额（亿元）	869.47	1,088.79	1,004.98
净资产担保余额倍数（倍）	10.52	12.61	12.02
净资本担保余额倍数（倍）	15.11	20.21	19.35

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反应了其作为益阳市最大的基础设施投资建设主体，外部发展环境良好，且在资产注入、政府补贴和政府债务置换等方面获得外部有力的支持。同时，联合评级也关注到公司市政工程建设业务现金回款时间和金额具有不确定性、土地资源变现受政策及出让规划影响较大及短期债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着益阳市城市化水平持续提升，公司承担的基础设施建设项目日益增多，公司收入来源多样化发展，收入规模有望稳步提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券设置了本金分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力。同时，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期按时偿付的安全性。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，益阳市经济持续发展，产业结构不断优化，为公司业务的开展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为益阳市最大的基础设施投资建设主体，在资产注入、政府补贴和政府债务置换等方面得到政府有力支持。

3. 中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期按时偿付的安全性。

关注

1. 目前，公司市政工程建设业务工程回款具有滞后性，未来现金回流时间及金额具有不确定性；在建市政项目计划投资金额较大，公司面临一定的资金支出压力。
2. 公司利润总额对财政补贴依赖程度很大，盈利能力一般。
3. 近年来，公司担保比率较高且担保期限较长，面临一定或有负债风险。

分析师

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

张晶晶

电话：010-85172818

邮箱：zhangjj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


徐江丰 张晶晶
联合信用评级有限公司

一、主体概况

益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）由益阳市财政局、益阳市建设委员会于 1996 年 3 月 26 日共同出资组建，初始注册资本 0.50 亿元。2007 年，益阳市财政局、益阳市建设委员会将所持股份转让给益阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“益阳市国资委”），同时以资本公积转增实收资本 5.00 亿元，公司注册资本增至 5.50 亿元。2015 年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币形式向公司投入 0.90 亿元。2018 年 2 月，公司注册资本减少 0.90 亿元至 5.50 亿元，由国开基金减资退股 0.90 亿元，2018 年 3 月公司完成工商变更，性质变更为国有独资公司。2018 年 4 月，公司以资本公积转增 1.00 亿元至实收资本。截至 2018 年底，公司实收资本及注册资本均为 6.50 亿元，益阳市国资委为公司全资股东及实际控制人。

公司经营范围包括：城市建设项目投资开发；水利建设项目投资开发；土地开发；房地产开发；建设物资。

截至 2018 年底，公司设综合部、计划项目部、土地经营部、财务审计部等 10 个职能部门，在职员工 70 人；合并范围共有 13 家子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 230.12 亿元，负债合计 92.93 亿元，所有者权益 137.19 亿元，归属于母公司所有者权益 136.09 亿元；2018 年，公司实现营业收入 16.52 亿元，净利润 2.28 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.28 亿元（少数股东损益-23.77 万元）；经营活动产生的现金流量净额 3.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.31 亿元。

公司注册地址：益阳市赫山区十洲路 622 号。法定代表人：刘松涛。

二、债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2019 年第一期益阳市城市建设投资开发有限责任公司城市停车场建设专项债券”，发行金额为 7.00 亿元，期限为 7 年；本期债券设置了本金分期偿还条款，即在债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20%分期偿还债券本金。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金中 6.00 亿元用于益阳市中心城区社会停车场项目（不含顺德家具城停车场物流配送中心）（以下简称“募投项目”），募投项目总投资额为 13.78 亿元，资金来源为发行债券和自筹。募集资金中剩余 1.00 亿元用于补充公司流动资金。

（1）募投项目概况

募投项目计划新建、收购停车场 33 个，共计 11,016 个车位。其中，新建 11 个停车场，合计 7,231 个车位，用地面积 224,948.98 平方米，停车场面积 23,0585.88 平方米；收购 22 个停车场，合计 3,785 个车位，收购完成后，由公司统一运营。

募投项目将建设 79,614 平方米商业配套项目，包括顺德家具城停车场 26,842 平方米汽车服务中心；龙洲中学西侧停车场 20,648 平方米汽车服务中心；龙洲中学西侧停车场 32,124 平方米物流配送

中心。

截至 2018 年底，11 个新建停车场正在进行前期拆迁和土地平整等相关工作，22 个收购类停车场已全部完成收购，项目已投入金额 3.48 亿元。募投项目原计划于 2018 年底完工，受拆迁安置工作影响，项目实际进度滞后于计划进度。

（2）经济效益

收益方面，募投项目税后财务内部收益率 7.36%，预计本期债券存续期内可实现收入共计 12.72 亿元。该项目可缓解益阳市中心城区土地资源紧张的情况，符合集约利用土地的政策，促进可持续发展。

（3）偿债资金来源

本期债券的偿债资金来源于债券募集资金投资项目的收益及公司日常经营收入。假设本期债券于 2019 年发行，经预测，债券存续期内的募投项目前 7 年可获得的停车费收入、配套商业出售及出租收入合计 12.72 亿元，能够覆盖用于募投项目的债券本金。测算标准如下：

停车位收费收入方面，公司共有停车位 11,016 个，年经营天数为 365 天，收费标准为 5 元/个·时，日有效停车时长根据停车场位置不同有所不同，最高为 7.2 小时，最低为 2.4 小时。配套商业收入方面，配套物流配送中心可售面积 32,124 平方米，估算单价为 6,880.00 元/平方米；配套汽车服务中心可售面积 47,490 平方米，估算单价为 5,880.00 元/平方米；上述两个配套物业估算销售进度均为从计算期第 3 年到第 7 年，每年销售 20%。商业出租收入方面，待项目建成后，公司拟在停车场合适位置设置商业广告牌，共设置广告牌 328 个，估算出租单价为 68,000.00 元/个/每年，预计年出租率为 70%。

募投项目在本期债券存续期内的收益测算如下表所示：

表 1 本期债券募投项目存续期内收益预测和本期债券还本付息情况（单位：万元、倍）

项目名称	年份							合计
	1	2	3	4	5	6	7	
停车位收费收入	4,527.81	7,828.44	11,161.97	11,217.78	11,273.86	11,330.23	11,386.89	68,726.98
配套商业出售/出租收入	--	--	11,569.09	11,626.93	11,685.07	11,743.49	11,802.21	58,426.79
募投项目收入	4,527.81	7,828.44	22,731.06	22,844.71	22,958.94	23,073.72	23,189.09	127,153.76
营业税金	253.56	438.39	1,272.94	1,279.30	1,285.70	1,292.13	1,298.59	7,120.61
总成本费用	630.56	699.27	6,611.52	6,616.52	6,621.54	6,626.59	6,631.67	34,437.67
预期收益	3,643.69	6,690.78	14,846.60	14,948.89	15,051.70	15,155.00	15,258.83	85,595.48
用于募投项目债券分期还本金额	--	--	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00	60,000.00
预期收益对用于募投项目债券分期偿还本金的覆盖倍数	--	--	1.24	1.25	1.25	1.26	1.27	1.43

资料来源：《2017 年益阳市城市建设投资开发有限责任公司城市停车场建设专项债券可行性研究报告》、联合评级整理

本期债券设置本金分期偿还条款，本期债券存续期内募投项目预测收益对当年使用在募投项目的债券额度（1.20 亿元）分期偿还本金的覆盖倍数均大于 1 倍，本期债券存续期内募投项目收益能够覆盖债券本金的偿还。

总体看，益阳市中心城区社会停车场项目收入能够覆盖本期债券本金。同时，联合评级也关注到，项目预期收益的实现依赖于项目运营后实际收取停车费用和销售收入情况，项目收益受经济形势及区域环境等因素影响较大。考虑到项目预测收益的不可控性，且各子项目的竣工时间有可能发生变化，项目收益的规模和实现时间具有一定不确定性。

三、行业及区域经济分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。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。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 2 2018 年以来与城投企业相关行业政策

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”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	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
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：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流

动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

(4) 未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 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。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济

益阳市地处湖南省中北部，位于洞庭湖西南方向，距离湖南省长沙市仅 70 公里。益阳市辖 3 县（桃江、安化、南县），1 市（沅江）、3 区（资阳、赫山、大通湖区）和国家级益阳高新技术产业开发区。全市总面积 12,320 平方公里，为全省总面积的 5.83%。在经济发展方面，益阳市近年来不断推进第二产业发展，通过实施“东进战略”，主动承接长株潭技术扩散，在电力能源、装备制造、食品加工、新材料等产业方面有了较为快速的发展，先后引进了中核集团、中冶集团、中国五矿集团、中国国电集团、中联重科、三一重工、吉林化纤等重要企业，产业升级获得明显进步。

2016—2018 年，益阳市地区生产总值（GDP）逐年增长，近三年增速分别为 8.0%、8.4% 和 8.1%。2018 年，益阳市 GDP 为 1,758.38 亿元，位列全省第十位。其中，第一产业增加值为 245.88 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 669.53 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 842.97 亿元，增长 9.6%。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.2%、39.9% 和 53.9%。全市三次产业结构由 2016 年的 18.6:40.5:40.9 调整为 2018 年的 14.0:38.1:47.9，产业结构不断优化。

近三年，益阳市固定资产投资保持较快增长，2016—2018 年，增速分别为 14.1%、14.0% 和 10.3%。分行业看，2018 年，房地产业固定资产投资增速为 29.1%，水利、环境和公共设施管理业增速为 14.8%，建筑业增速为 -67.8%，制造业增速为 19.3%。

根据《关于益阳市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》及益阳市统计局提供的数据，2016—2018 年，益阳市一般公共预算收入分别为 107.15 亿元、116.58 亿元和 125.84 亿元，其中税收收入分别为 78.38 亿元、90.00 亿元和 103.28 亿元，税收收入占比较高。同期，益阳市一般公共预算支出分别为 308.01 亿元、336.11 亿元和 356.11 亿元，财政自给率分别为 34.79%、34.69% 和 35.34%，益阳市财政自给能力较差。

2016—2018 年，益阳市政府性基金收入快速增长，分别为 36.23 亿元、41.04 亿元和 83.93 亿元。2018 年同比大幅增长 104.97%，其中国有土地使用权出让收入 59.48 亿元，增长 51.97%。受土地市场行情升温影响，益阳市土地出让收入涨幅较大。

总体看，益阳市经济持续发展，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司业务

的开展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是益阳市最大的城市基础设施建设主体，承担益阳市重要的市政基础设施建设的任务，其业务涉及市政工程建设、土地开发、污水处理、垃圾处理等；截至 2018 年底，合并范围子公司共有 13 家。

除公司外，益阳市另有两家规模较大的平台公司，其中，益阳市交通发展投资有限责任公司是益阳市国省干线、县乡道路的建设主体，与公司职能定位不同；益阳市高新技术产业资产经营总公司是益阳市高新区的重要投融资主体，主要在高新区开展土地开发和基础设施建设业务，与公司业务区域范围不同。

总体看，公司在益阳市具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

目前，公司高管人员共 4 名，包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 2 人、总经济师 1 人。

刘松涛先生，1970 年 2 月生，研究生学历，中共党员；曾任益阳市水电通达公司副经理，益阳市梓山村水库管理处主任，益阳市山丘工程管理站站长，益阳市水务局副局长等职务；现任公司董事长兼总经理。

唐义松先生，1968 年 10 月生，本科学历，中共党员；曾任武警益阳市支队连长、公司城建资金征收办公室主任、公司综合部部长等职务；现任公司董事、副总经理。

截至 2018 年底，公司员工合计 70 人。其中，硕士及以上有 4 人，大学本科有 33 人，大学专科为 15 人，专科以下 18 人。年龄结构方面，30 岁以下的 11 人，31~50 岁的 47 人，51 岁及以上 12 人。

总体看，公司高级管理人员经验丰富，人员整体素质较好，能够满足公司现阶段经营发展要求。

3. 外部支持

（1）资产注入

2012 年之前，公司收到益阳市人民政府注入的土地资产中，部分作为政府与公司签订的《建设项目购买协议》中约定的项目回购款，剩余部分用于增加公司的国有资本投入，公司计入“资本公积”。政府注入的土地均为出让地，土地五通一平及拆迁费用由政府承担；公司对价值 0.85 亿元的六宗土地缴纳出让金，之后政府全额返还，未对其余土地缴纳出让金。2012 年以后，政府未向公司注入土地资产。

（2）政府补贴

近年来，益阳市政府不断给予公司财政补贴，均体现在“营业外收入”或“其他收益”中。2016—2018 年，公司获得政府补贴分别为 3.01 亿元、1.79 亿元和 1.81 亿元。

（3）政府债务置换

鉴于公司在承担益阳市市区基础设施建设过程中举借相应债务用于政府项目建设，2016 年，益阳市政府对公司 22.16 亿元的债务进行了置换，公司将收到的款项部分用于冲减应收账款，部分用于偿还到期的债务，剩余未使用的部分体现在其他应付款中。截至 2018 年底，公司账面尚有 3.20 亿

元债务（12 益阳城投债）被纳入政府一类债务。“12 益阳城投债”已由公司于 2019 年 8 月 24 日到期兑付。

总体看，公司作为益阳市最大的城市基础设施建设主体，在资产注入、政府补贴和政府债务置换等方面获得了外部的有力支持。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设股东会，益阳市国资委行使股东权利和股东会职权。

公司设董事会，董事会对益阳市国资委负责，董事会由 5 董事组成，其中职工董事 1 名。董事任期 3 年，任期届满可连选连任。董事任期从就任之日起计算，至本届董事会任期届满时为止。公司法定代表人由董事长担任。董事会会议包括定期和临时会议，董事会定期会议每年不得少于 2 次。

公司设总经理 1 名，副总经理 4 名，其他高级管理人员 2 名。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，监事会主席 1 名。公司董事、高级管理人员、财务部门负责人及相关人员不得兼任监事。监事会每届任期 3 年。监事会会议每年召开次数与董事会会议相当。

总体看，公司法人治理结构较为健全，能够满足公司现阶段经营管理需求。

2. 管理体制

公司建立了一套较为完善的内部控制制度，涉及财务管理、对外担保管理、子公司管理、对外投资管理等。

财务管理方面，公司在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理等职责相互分离、相互制约。公司还制定了内部审计制度等一系列规章制度，建立了健全的财务、审计管理制度和资金计划控制制度，通过健全内部各岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，有效保障了资金使用的安全性。对外担保方面，公司及下属子公司原则上不允许为外部单位提供担保。如确需提供担保的，公司需对担保项目的风险、可行性进行仔细、审慎的研究，并调查担保单位财务状况，聘请专业的律师对担保合同、文本进行审查。子公司管理方面，公司以其持有的股权份额，依法对各下属子公司享有资产收益、重大决策、股份处置等权利。对外投资方面，公司投资活动分为承接的市政工程项目建设投入以及通过市场化方式实现利润最大化的对外经营性投资。

总体看，公司内控管理能够满足公司经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务涉及市政工程建设、土地开发、污水处理、垃圾处理等。2016—2018 年，公司营业收入波动增长，分别实现收入 13.35 亿元、12.82 亿元和 16.52 亿元。从构成来看，市政建设工程收入是公司营业收入最主要的来源，2016—2018 分别为 12.06 亿元、9.96 亿元和 10.90 亿元；土地开发业务受市场行情影响较大，2016—2018 年收入规模快速增长；其余业务板块（污水处理、垃圾处理、城市维护建设及其他市政服务）收入规模相对小。

表 3 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设工程	12.06	90.44	5.03	9.96	77.72	3.37	10.90	66.00	3.37
土地开发	0.47	3.52	74.75	1.97	15.41	33.38	4.61	27.91	51.96
污水处理	0.22	1.61	-68.46	0.29	2.29	-13.53	0.26	1.55	-61.29
垃圾处理	0.01	0.10	-303.56	0.06	0.48	16.05	0.04	0.24	-42.92
城市维护建设	0.41	3.07	12.45	0.39	3.07	-52.27	0.58	3.52	2.05
其他市政服务	0.06	0.48	57.02	0.02	0.19	-968.90	0.02	0.11	-1,825.31
房屋租金	0.10	0.78	-15.78	0.11	0.84	-5.39	0.11	0.68	-27.20
合计	13.35	100.00	6.30	12.82	100.00	3.99	16.52	100.00	13.63

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

毛利率方面，公司毛利率主要受收入占比较高的市政建设工程及土地开发业务影响。2016—2017 年，受收入占比最大的市政建设工程毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降，分别为 6.30%和 3.99%；2018 年，公司毛利率显著上升至 13.63%，主要系土地开发业务收入规模及其毛利率同比均大幅提高所致。

总体看，公司形成了以市政建设工程和土地开发为主，以污水处理、垃圾处理等多项公用事业为辅的产业格局。近年来，受市政建设工程业务和土地开发业务收入波动影响，公司营业收入波动增长。

2. 市政建设工程

公司目前所负责的市政建设工程分两个部分，市政基础设施建设及棚户区改造工程。公司与益阳市政府签订《项目建设委托协议》，协议约定了代建款项及政府支付安排。对于城市基础设施项目，2016 年以前利润加成比例通常在 20%左右，2016 年政府下调基建项目的投资收益率至 10%；对于保障性安居工程项目和棚改项目，利润加成比例通常在 5%左右。在部分项目中，经益阳市政府有关主管部门或第三方机构审计确认后的项目决算金额较项目预算有结余的，公司可按结余部分的一定比例收取资金结余报酬。

表 4 公司 2016—2018 年市政建设工程业务收入及成本确认情况（单位：亿元）

项目名称	2016 年确认收入	2016 年确认成本
城北污水处理厂及配套管网工程	2.81	2.60
319 国道资江大桥	1.72	1.59
资江两岸项目	0.22	0.20
会龙山工艺美术创意园项目	0.13	0.12
资江两岸棚改项目	6.18	6.00
商检大楼	0.40	0.37
明清古城	0.00	0.02
益沧段公路（补充协议）	0.33	0.31
资江风貌带	0.28	0.26
合计	12.06	11.46
项目名称	2017 年确认收入	2017 年确认成本
319 国道资江大桥	1.88	1.76
资江两岸风光带提质改造项目	0.12	0.11

会龙山工艺美术创意园项目	0.15	0.14
资江两岸棚改项目	6.70	6.57
商检大楼	0.05	0.05
明清古城	0.03	0.03
益沧段公路（补充协议）	0.46	0.43
资江风貌带	0.58	0.55
合计	9.96	9.64
项目名称	2018 年确认收入	2018 年确认成本
319 国道资江大桥	1.93	1.81
资江两岸风光带提质改造项目	0.13	0.12
会龙山工艺美术创意园项目	0.16	0.15
资江两岸棚改项目	7.33	7.19
商检大楼	0.06	0.05
明清古城	0.03	0.03
益沧段公路（补充协议）	0.48	0.45
资江风貌带	0.61	0.57
水务投资项目	0.17	0.16
合计	10.90	10.53

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，三里桥棚户区改造工程、城北污水处理厂及配套管网工程、益沧段公路等项目已全部完工，累计确认收入 47.80 亿元，累计收到回款 27.33 亿元。2017—2018 年，公司均收到政府支付工程款 8.00 亿元，主要为三里桥棚户区改造项目工程款。公司市政工程建设业务回款具有一定滞后性，未来现金回流时间及金额具有不确定性。

截至 2018 年底，公司主要在建市政项目总投资额 116.79 亿元，累计确认收入 32.35 亿元，均未收到回款；主要在建市政项目未来尚需投资 76.43 亿元。公司未来拟建项目主要包括益阳市城市防洪工程（河北保护圈、永申垸保护圈）、中心城区棚户区改造项目、农科所棚改项目等 13 个项目，计划总投资金额为 36.59 亿元。整体看，未来投资规模大，公司面临一定的资金支出压力。

表 5 截至 2018 年底公司主要在建市政项目（单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	2018 年投资额	累计确认收入
319 国道资江大桥	7.57	5.16	1.81	5.56
资江两岸风光带提质改造项目	13.09	0.43	0.12	0.47
会龙山工艺美术创意园项目	1.00	0.53	0.15	0.44
资江两岸棚改项目	25.54	27.30	7.19	22.38
商检大楼	1.05	0.48	0.05	0.51
明清古城	23.87	0.06	0.03	0.06
益沧段公路（补充协议）	1.59	1.46	0.45	1.28
资江风貌带	28.80	1.59	0.57	1.48
水务投资项目	0.50	0.17	0.17	0.17
益阳市中心城区社会停车场项目	13.78	3.18	3.18	0.00
合计	116.79	40.36	13.72	32.35

资料来源：公司提供

3. 土地开发

根据益发〔2005〕10号《关于进一步加强城市规划建设管理的若干意见》，益阳市人民政府将除“一区两园”（益阳市益阳高新技术产业开发区、龙岭工业园、长春工业园）以外的经营性土地，全部交由公司负责开发（前期拆迁和平整），整治后的土地交由益阳市土储中心进行公开招拍挂，土地出让金扣除相关税费后返还公司确认收入。

财务处理方面，公司将报批、征地拆迁、场地平整及配套设施建设的成本计入“其他应收款”，在开发地块挂牌出让后公司按照财政局应返还的土地出让金确认收入，同时结转成本。2016—2018年，公司分别出让土地面积为31.50亩、129.86亩和65.78亩；土地开发业务收入分别为0.47亿元、1.97亿元和4.61亿元。2017年，公司土地开发收入同比大幅增加主要系公司出让土地面积大幅增加所致；2018年，土地出让单价远高于上年，主要系当地土地市场行情回暖且所出让土地区位优势显著等原因所致。2016—2018年，土地开发业务毛利率分别为74.75%、33.38%和51.96%，毛利率波动较大，主要受当年出让地块所处区位、用地性质、前期开发成本等因素综合影响所致；此外，2016年，土地出让业务毛利率水平较高主要系当年有部分收入为以前年度土地受让方补交款项所致。

2016—2018年，公司土地开发面积分别为527.85亩、508.17亩和696.66亩，当年尚未全部整理完毕且全部为商住用地。实际土地开发及出让情况如下表所示：

表6 2016—2018年公司土地开发及出让情况（单位：亩、亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
开发面积	527.85	508.17	696.66
出让面积	31.50	129.86	65.78
当年确认的总收入	0.47	1.97	4.61

注：开发面积为当年进行整理的土地面积，含以前年度开工土地面积

资料来源：公司提供

目前，公司正在开发整理土地共10宗，开发面积合计46.44万平方米，计划总投资8.29亿元，截至2018年底，已完成投资2.50亿元；公司已整理待出让土地面积301.00亩。公司土地价值合计126.84亿元，主要来源为政府划拨及出让用地。

总体看，公司土地储备丰富，每年出让规模受政府规划影响较大，土地开发业务存在不稳定性；土地出让收入规模持续快速增长，毛利率波动幅度较大。

4. 未来发展

公司未来将按照市场化方式进行城市基础设施建设，统筹推进旧城改造和区域建设，利用国家棚改相关政策，着力推进重点项目的建设，完善相关基础设施配套服务功能，推动公共基础设施、保障房等项目，引进社会资本参与开发建设。同时，保障中心城区的市政道路项目、治污排水供水供气、垃圾处理环卫设施项目、公园绿化亮化、保障性安居工程项目、公共交通电力通信、供热及文教卫体公益事业等项目的投资。

公司将逐步建立健全现代企业制度，在承担政府交办工作与市场化竞争中寻找合理平衡点，加快自身转型进程。以第三产业发展为重点，做好产业园区和现代商业城建设，重点打造会龙山创业园、明清古巷、生命签证主题馆项目；开展与医养服务产业上下游相关的业务，向养老产业、妇幼保健等领域布局发展，持续推进益阳市老年康复中心、妇幼保健院项目；重点拓展砂石、城市旅游、商贸、殡仪馆及陵园等经营业务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围来看，2017 年，公司新增子公司一家，为益阳中石化城投能源有限责任公司；2018 年，公司新增两家子公司，分别为益阳市水务投资开发集团有限公司和益阳市融资担保有限责任公司。截至 2018 年底，公司合并范围内共有 13 家子公司，合并范围变化对财务报表的可比性影响较小。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模较为稳定，年均复合增长 0.24%。截至 2018 年底，公司资产总额 230.12 亿元，较上年底变化不大，公司资产结构以流动资产为主，占比为 95.35%。

2016—2018 年，公司流动资产相对稳定，年均复合下降 0.25%。截至 2018 年底，公司流动资产 219.42 亿元，较年初下降 0.41%，公司流动资产主要由其他应收款（占 7.08%）和存货（占 83.37%）构成。

2016—2018 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 14.19%。截至 2018 年底，其他应收款为 15.52 亿元，较上年底增长 27.23%。其中对政府等不计提坏账的其他应收款余额为 12.64 亿元，占 78.88%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 3.38 亿元，占 21.12%，共计提坏账准备 0.50 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款前五名情况如下表所示，其中应收益阳市土储中心的 12.02 亿元为公司的土地整理业务成本。综合看，截至 2018 年底，公司其他应收款欠款单位较为集中，主要为政府性部门及行政事业单位。

表7 截至2018年底公司其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位	金额	占比
益阳市土地储备发展中心	12.02	75.06
益阳市妇幼保健院	1.03	6.41
益阳市职业技术学院	0.31	1.94
益阳市第五人民医院	0.25	1.56
资阳区人民政府	0.22	1.37
合计	13.83	86.34

资料来源：审计报告

2016—2018 年，公司存货有所增长，年均复合增长 1.29%。截至 2018 年底，公司存货为 182.92 亿元，较上年底增长 1.22%，公司存货占总资产的比重高达 79.49%。存货中，库存商品 126.84 亿元，均系土地资产，其中用于贷款抵押的土地 13.30 亿元，抵押比率为 10.49%；基础设施和棚户区项目建造合同形成的已完工未结算资产 56.08 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 2.61 亿元，较上年底减少 1.58 亿元，均为公司持有的理财产品。

2016—2018 年，公司非流动资产持续较快增长，年均复合增长 12.14%。截至 2018 年底，公司非流动资产 10.69 亿元，较年初增长 13.34%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 18.68%）、长期股权投资（占 20.50%）、投资性房地产（占 36.27%）、固定资产（占 14.43%）和无形资产（占 8.92%）。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 17.29%。截至 2018 年底为 2.00 亿元，较上年底增长 27.16%，主要系新增对益阳中交二航建设发展有限公司投资（持股比例为 10.00%）所致。公司可供出售金融资产均是按照成本法计量，公司持有湖南中小企业信用担保有限责任公司、益阳农村商业银行股份有限公司及益阳中交二航建设发展有限公司股权价值分别为 0.30 亿元、0.83 亿元和 0.72 亿元，2018 年合计获得分红 764.75 万元，未计提减值准备。

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 564.93%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 2.19 亿元，较上年增加 1.17 亿元，主要系公司追加对益阳市中冶科工基础设施开发有限公司的投资 1.05 亿元所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动下降，年均复合下降 0.43%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 3.88 亿元，全部为房屋及建筑物；截至 2018 年底，尚有 3.20 亿元的房屋建筑物产权证书正在办理中。公司投资性房地产均是按照成本法计量。

2016—2018 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 13.35%。截至 2018 年底，公司固定资产为 1.54 亿元，较上年底下降 12.71%，主要为企业办公楼及配套设施；公司尚有价值 1.31 亿元固定资产无法办理产权证书。公司固定资产成新率为 81.43%。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产共 13.30 亿元，占总资产的 5.00%，均为用于贷款抵押的土地资产。

总体看，近年来，公司资产规模保持相对稳定，资产结构以流动资产为主；公司土地资产规模较大，变现能力偏弱。公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2016—2018 年，公司负债规模波动中有所下降，年均复合下降 0.80%。截至 2018 年底，公司负债总额 92.93 亿元，较年初下降 2.35%。其中，流动负债占 52.24%、非流动负债占 47.76%。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长 11.27%。截至 2018 年底，公司流动负债 48.55 亿元，较年初增长 59.75%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 44.82%）和一年内到期的非流动负债（占 36.67%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 13.03%；截至 2018 年底，公司其他应付款为 21.76 亿元（主要为往来款），较上年底增长 24.31%，主要系新增公司与益阳市“一园两中心”建设指挥部往来款及相关部门支付的项目款所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.80 亿元，其中一年内到期的长期借款 7.10 亿元，一年内到期的应付债券 10.70 亿元。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债规模波动下降，年均复合下降 10.35%。截至 2018 年底，公司非流动负债 44.38 亿元，较年初下降 31.49%，主要系应付债券规模大幅下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 51.92%）和应付债券（占 48.08%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 23.04 亿元，将重分类至“一年内到期的非流动负债”科目的长期借款考虑在内，公司质押借款 14.76 亿元、抵押借款 4.37 亿元、保证借款 10.45 亿元、信用借款 0.57 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券 21.34 亿元，较上年底大幅减少 19.42 亿元，主要系公司偿还了部分公司债及部分重分类至一年内到期的非流动负债所致；2018 年 5 月，公司发行“18 益阳专项债

01/18 益阳 01” 募集资金 8.50 亿元。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 2.41%。截至 2018 年底，公司全部债务 62.18 亿元，较年初下降 10.45%。其中，短期债务占 28.63%，长期债务占 71.37%，以长期债务为主。短期债务 17.80 亿元，较年初增长 281.40%。长期债务 44.38 亿元，较年初下降 31.49%。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.38%、31.19%和 24.44%，较年初分别下降 1.04 个百分点、2.84 个百分点和 8.05 个百分点。

总体看，近年来，公司债务规模波动增长，长期债务占比较高，公司整体债务负担较轻。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益整体呈波动增长趋势，年均复合增长 0.96%。截至 2018 年底，公司所有者权益为 137.19 亿元，较年初增长 1.93%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.20%，少数股东权益占比为 0.80%。归属于母公司所有者权益 136.09 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 4.78%、75.58%和 17.54%。

总体看，近年来，公司所有者权益规模及结构基本保持稳定。所有者权益以资本公积为主，主要为政府划拨的土地资产。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 11.25%。同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 6.94%。2016—2018 年，受市政建设工程和土地开发业务影响，公司营业利润率波动增。

2016—2018 年，公司财务费用因利息资本化规模逐年增加而持续下降，受此影响，期间费用规模逐年下降，分别为 1.02 亿元、0.44 亿元和 0.29 亿元；公司近三年费用收入比分别为 7.63%、3.40%和 1.73%，期间费用控制能力逐步提高。

2016—2018 年，公司营业外收入（其他收益）分别为 3.01 亿元、1.79 亿元和 1.81 亿元，主要为政府补助。此外，2018 年，公司资产减值损失为 0.22 亿元，主要为对其他应收款中应收益阳中南实业发展有限公司和益阳市自来水总公司的款项计提减值准备。近三年，公司利润总额分别为 2.52 亿元、1.53 亿元和 3.23 亿元，公司利润总额对政府补助依赖程度高。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.20%、1.47%和 1.68%，较上年分别提高 0.55 个百分点、0.71 个百分点和 0.87 个百分点。公司各盈利指标表现一般。

总体看，公司收入规模波动增长，利润总额对财政补贴依赖度高，整体盈利能力一般。

5. 现金流

2016—2018 年，公司经营活动现金流入分别为 17.17 亿元、22.85 亿元和 32.89 亿元。其中，收到其他与经营活动有关的现金分别为 7.52 亿元、10.69 亿元（其中政府债务置换款 8.14 亿元）和 21.69 亿元，主要为往来款、政府债务置换款和政府补贴。同期，公司经营活动现金流出分别为 25.29 亿元、22.35 亿元和 29.64 亿元。其中，购买商品接受劳务支付的现金分别为 17.31 亿元、14.96 亿元和 20.15 亿元，主要用于工程建设及土地整理等业务；支付其他与经营活动有关的现金分别为 7.61 亿元、6.99 亿元和 9.19 亿元，主要为支付的往来款以及管理费用等其他支出。公司经营活动现金流量净额在 2017 年由负转正，2016—2018 年分别为 -8.12 亿元、0.50 亿元和 3.25 亿元。同期现金收入比分别为 72.26%、94.90%和 67.76%，收入实现质量一般。

2016—2017 年，公司投资活动现金流入规模较小，分别为 0.15 亿元和 0.06 亿元；2018 年，公司收回投资收到的现金为 4.10 亿元，系赎回理财产品收到的现金。2016—2018 年，公司投资活动现金流出规模持续增长，分别为 0.40 亿元、5.32 亿元和 6.40 亿元，主要为购买理财产品支付的现金。公司投资活动现金流量净额持续为负，分别为-0.24 亿元、-5.26 亿元和-1.94 亿元。

2016—2017 年，公司对外融资需求规模较大，筹资活动现金流入分别为 38.69 亿元和 40.58 亿元，主要依赖银行借款和发行债券融资；2018 年，公司对外融资 16.63 亿元，此外，吸收投资收到的现金为 4.39 亿元，其中 1.00 亿元系少数股东对子公司益阳市融资担保有限责任公司的投资款，3.39 亿元系相关部门向公司支付的项目款，暂计入“其他应付款”科目。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出规模分别为 24.22 亿元、38.94 亿元和 24.63 亿元，主要系偿还债务支付的现金；2018 年，公司利息支出 2.25 亿元计入“偿还债务支付的现金”科目。2016—2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为 14.47 亿元、1.63 亿元和-3.61 亿元。

总体看，公司工程回款存在滞后性，收入实现质量一般；经营活动现金流状况逐步好转，筹资活动现金流持续净流出，公司根据经营活动现金流状况调整筹资活动现金流规模。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 5.62 倍、7.25 倍和 4.52 倍，波动下降；公司速动比率分别为 1.08 倍、1.30 倍和 0.75 倍，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度低。同期，公司现金短期债务比分别为 2.61 倍、1.61 倍和 0.29 倍，连续下降，现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 3.59 亿元、2.13 亿元和 3.77 亿元，波动增长。2018 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 10.05%）和利润总额（占 85.72%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.31 倍、0.58 倍和 1.67 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.03 倍和 0.06 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度低。整体看，公司长期债务偿债能力弱。

截至 2018 年底，公司对外担保 35.50 亿元，担保比率为 25.88%。主要系对益阳市龙岭建设投资有限公司、桃江县竹乡国有资产运营有限公司及湖南梅山资源开发有限责任公司于 2016 年联合发行的两期总额为 24.00 亿元的益阳市县域创新创业基地建设集合债券的担保，该集合债券期限为 7 年，公司对其提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。被担保企业主要为益阳市主要市县国有企业。公司对两期中小企业集合债券担保期限较长，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度为 98.70 亿元，已使用 67.25 亿元，尚有 31.45 亿元未使用。公司间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10430901000014104），截至 2019 年 9 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中存在 6 笔关注类贷款、4 笔欠息记录，最近一笔欠息已于 2010 年 3 月结清，系银行系统错误所致，非公司恶意欠款。公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

总体看，公司短期和长期偿债能力指标表现均弱，但间接融资渠道较为畅通，同时考虑到公司持续获得外部支持，公司整体偿债风险很低。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 210.66 亿元，较上年底下降 6.97%，主要系存货和其他流动资

产下降所致。其中流动资产占 92.11%、非流动资产占 7.89%，资产构成以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 91.54%，占比高。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 135.22 亿元，较上年底增长 1.19%，主要系未分配利润增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的 98.56%，占比高。

截至 2018 年底，母公司负债合计 75.44 亿元，较上年底下降 18.72%，主要系应付债券大幅下降所致。其中，流动负债占 60.74%，较 2017 年底增长 15.44 个百分点；母公司负债占合并报表负债的 81.18%，占比高。

2018 年，母公司实现营业收入 5.50 亿元，占同期合并报表营业收入的 33.29%，母公司营业收入占合并报表的比重较低；母公司利润总额为 3.16 亿元，占合并报表利润总额的 97.83%，占比高。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

公司本期拟发行债券金额 7.00 亿元。截至 2018 年底，公司全部债务 62.18 亿元，其中长期债务 44.38 亿元。公司本期债券的发行将对公司现有债务有一定影响。

以 2018 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.38%、31.19%和 24.44%上升至 42.14%、33.52%和 27.25%，公司负债水平有所上升，但仍处于合理范围。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 3.59 亿元、2.13 亿元和 3.77 亿元，分别为本期债券发行金额的 0.51 倍、0.30 倍和 0.54 倍，EBITDA 对本期债券本金保障能力弱；同期，公司经营活动产生的现金流入量分别为 17.17 亿元、22.85 亿元和 32.89 亿元，分别为本期债券发行额度的 2.45 倍、3.26 倍和 4.70 倍。公司经营现金流入量对本期债券保障程度尚可。

本期债券期限为 7 年，公司自本期债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（1.40 亿元）计算，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为每年偿付本金的 2.57 倍、1.52 倍和 2.69 倍，经营活动现金流入量分别为每年偿付本金的 12.26 倍、16.32 倍和 23.49 倍；经营活动现金流入量对本期债券每年偿付本金覆盖能力强。

九、担保分析

1. 担保条款

本期债券由中合担保提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证，在本期债券存续期间和到期时，如公司不能兑付本期债券利息和/或本金，担保方应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户。

在本期债券到期之前，保证人发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保方提前兑付债券本息。

中合中小企业融资担保股份有限公司成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于 2012 年 7 月，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本

控股有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限责任公司共同发起设立。截至 2018 年底，中合担保注册资本 71.76 亿元，海航集团有限公司间接持有中合担保 43.34% 的股份。

截至 2018 年底，中合担保资产总额 116.50 亿元，负债总额 32.90 亿元，所有者权益 83.60 亿元；担保余额 1004.98 亿元。2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.28 亿元，实现净利润 0.71 亿元。截至 2018 年底，中合担保担保责任余额 1,004.98 亿元。

经联合评级评定，中合担保主体长期信用等级为“AAA”，其作为本期债券的担保方，提升了本期债券还本付息的安全性。

十、综合评价

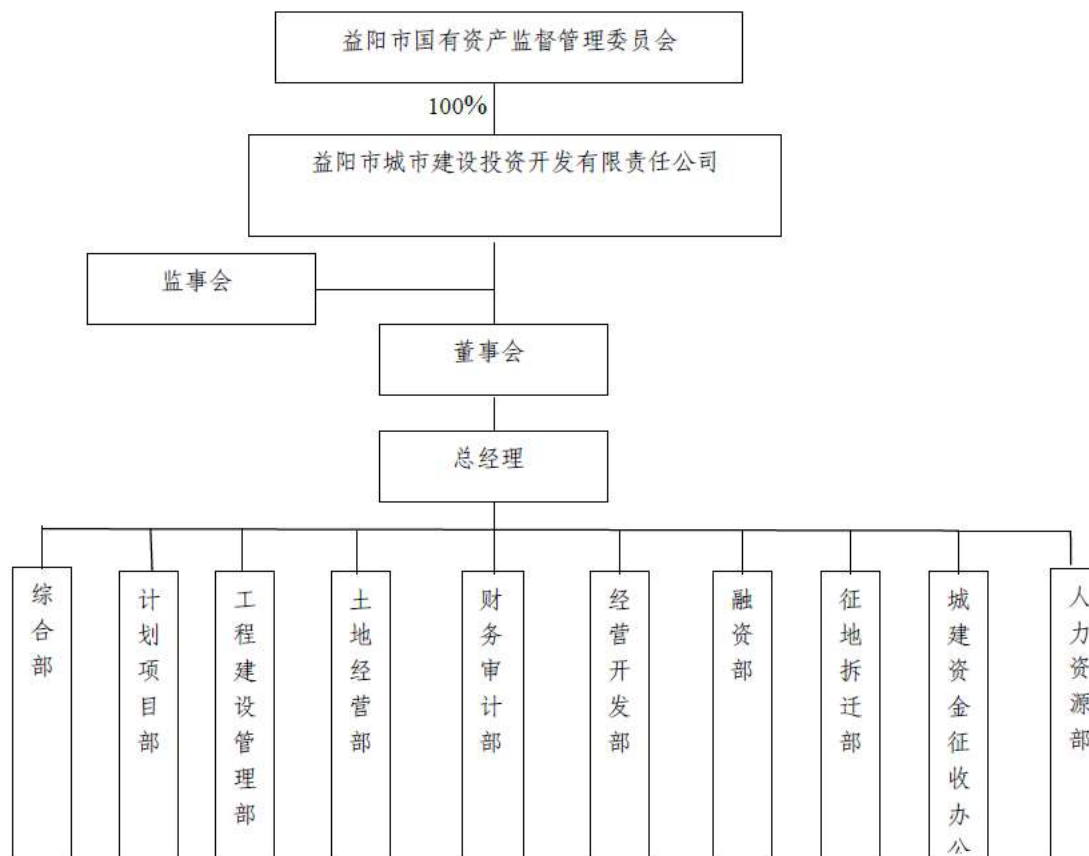
公司作为益阳市最大的基础设施投资建设主体，外部发展环境良好，且在资产注入、政府补贴和政府债务置换等方面获得外部有力的支持。同时，联合评级也关注到公司市政工程建设业务现金回款时间和金额具有不确定性、土地资源变现受政策及出让规划影响较大及短期债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着益阳市城市化水平持续提升，公司承担的基础设施建设项目日益增多，公司收入来源多样化发展，收入规模有望稳步提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

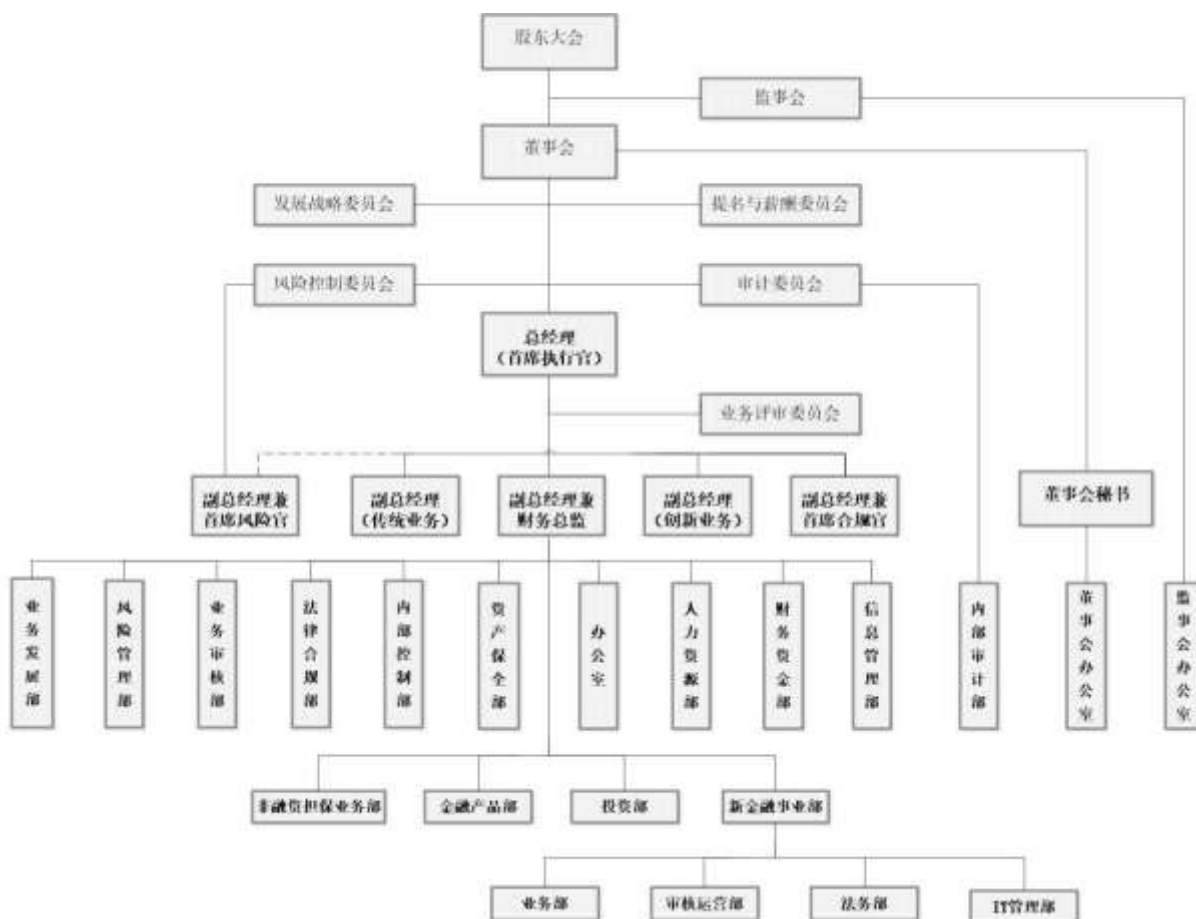
本期债券设置了本金分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力。同时，中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期按时偿付的安全性。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 益阳市城市建设投资开发有限责任公司
股权及组织结构图（截至 2018 年底）



附件 1-2 中合中小企业融资担保股份有限公司
组织结构图（截至 2018 年底）



附件 2 益阳市城市建设投资开发有限责任公司 合并范围子公司情况（截至 2018 年底）

企业名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)
益阳市团洲污水处理开发有限公司	3,000.00	污水处理项目投资开发、污水处理建设材料销售	100.00
益阳市城市生活垃圾综合处理有限责任公司	260.00	垃圾处理建设项目投资、开发；有机配料生产；金属材料、建筑	100.00
益阳市益宁城际干道益沧建设有限公司	500.00	益阳至宁乡城际干道益阳至沧水铺段的建设经营、管理	100.00
益阳市斯盛资产经营有限责任公司	500.00	城市出租社、道路公共泊车位的经营管理；城市地下管网建设的经营管理；户外广告资源经营及资产管理；其他政府特许经营的城市公用设施项目的经营管理	100.00
益阳市资江两岸建设投资开发有限责任公司	6,000.00	城市建设项目投资开发；土地收购、储备开发；房地产开发；景观建设；建设物资贸易	100.00
益阳市楚才保障性住房建设投资开发有限公司	26,000.00	保障性安居工程的投资、开发、建设和经营	100.00
湖南（益阳）会龙工艺美术创意设计园投资置业有限公司	1,000.00	会龙工艺美术创意产业园的投资、开发建设、经营管理	100.00
益阳三一九国道资江大桥建设投资开发有限公司	5,000.00	益阳三一九国道资江大桥投资建设开发、经营管理	100.00
益阳市行政事业资产投资经营有限公司	5,000.00	管理、经营和开发行政事业单位经营性资产	100.00
益阳市明清古城保护与开发有限责任公司	5,000.00	古城建设与开发	100.00
益阳中石化城投能源有限责任公司	2,000.00	车用天然气、石化产品（不含化学危险品）的零售、配送	50.00
益阳市水务投资开发集团有限公司	10,000.00	涉水项目土地的储备、整治、开发及资本运营；水利国有资产的运营与管理	100.00
益阳市融资担保有限责任公司	10,000.00	借款担保、发行债券担保等	66.67

资料来源：公司提供

附件 3-1 益阳市城市建设投资开发有限责任公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	229.02	229.76	230.12
所有者权益（亿元）	134.60	134.60	137.19
短期债务（亿元）	4.07	4.67	17.80
长期债务（亿元）	55.22	64.78	44.38
全部债务（亿元）	59.29	69.44	62.18
营业收入（亿元）	13.35	12.82	16.52
净利润（亿元）	1.90	1.09	2.28
EBITDA（亿元）	3.59	2.13	3.77
经营性净现金流（亿元）	-8.12	0.50	3.25
应收账款周转次数（次）	2.15	2.35	3.02
存货周转次数（次）	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.07
现金收入比率（%）	72.26	94.90	67.76
总资本收益率（%）	1.42	0.65	1.20
总资产报酬率（%）	1.49	0.76	1.47
净资产收益率（%）	1.45	0.81	1.68
营业利润率（%）	4.35	2.55	10.61
费用收入比（%）	7.63	3.40	1.73
资产负债率（%）	41.23	41.42	40.38
全部债务资本化比率（%）	30.58	34.03	31.19
长期债务资本化比率（%）	29.09	32.49	24.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	0.58	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.03	0.06
流动比率（倍）	5.62	7.25	4.52
速动比率（倍）	1.08	1.30	0.75
现金短期债务比（倍）	2.61	1.61	0.29
经营现金流动负债比率（%）	-20.70	1.65	6.69
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.30	0.54

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径

附件 3-2 中合中小企业融资担保股份有限公司 资本充足性和偿债能力

项 目	2016 年底	2017 年底	2018 年底
担保余额（亿元）	869.47	1088.79	1004.99
净资产（亿元）	82.69	86.33	83.60
净资本（亿元）	57.53	53.87	51.93
净资产担保余额倍数（倍）	10.52	12.61	12.02
净资本担保余额倍数（倍）	15.11	20.21	19.35
净资本比率（%）	69.58	62.40	62.11
净资本覆盖率（%）	71.05	52.04	51.93

数据来源：公司提供，联合评级整理

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。