

信用等级公告

联合[2016] 468 号

联合资信评估有限公司通过对常德市金禹水利投资有限公司及其拟发行的2017年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

常德市金禹水利投资有限公司
主体长期信用等级为

AA

常德市金禹水利投资有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月二十一日



常德市金禹水利投资有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 全部用于偿还金融机构借款

评级时间: 2016 年 11 月 21 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.59	36.95	53.23	39.41
资产总额(亿元)	89.56	120.46	204.02	248.59
所有者权益(亿元)	65.88	73.39	96.19	97.28
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	16.41	22.41	47.62	50.30
全部债务(亿元)	16.41	22.41	47.62	50.30
营业收入(亿元)	6.02	6.93	11.66	2.71
利润总额(亿元)	1.58	1.71	2.51	1.09
EBITDA(亿元)	3.29	3.34	4.77	--
经营性净现金流(亿元)	-1.64	-5.01	8.23	0.16
营业利润率(%)	26.50	24.96	21.61	40.86
净资产收益率(%)	2.15	2.06	2.24	--
资产负债率(%)	26.44	39.07	52.85	60.87
全部债务资本化比率(%)	19.94	23.39	33.11	34.08
流动比率(%)	2555.06	13040.96	9760.94	3061.80
经营现金流动负债比	-72.51	-726.84	520.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	6.70	9.99	--

注: 2016 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

王 治 邢宇飞

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

常德市金禹水利投资有限公司(以下简称“公司”)是常德市水利和基础设施建设及投融资主体,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近年来常德市区域经济和财政实力不断增强,公司在资产注入、资金支持以及政府回款等方面获得常德市政府的大力支持。同时联合资信关注到公司债务规模快速增长、自身盈利能力弱、关联方占款规模较大和未来将面临一定资本性支出压力等因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

随着城市建设力度的不断加大,政府代建业务呈扩大趋势,常德市不断增强的财政实力为公司持续获得政府支持提供了保障。未来随着常德市基础设施建设的继续开展和回购资金的逐年到位,公司经营前景良好,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体基本信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 国家对水利建设投资支持政策的推进和常德市经济持续增长、财政收入水平的提高,为公司的发展创造了良好的机遇和外部环境。
2. 公司是常德市水利工程项目建设及基础设施建设及投融资主体,其职能定位确定了其在常德市内具有一定的垄断地位。
3. 常德市政府对公司在资产注入等方面支持力度较大。

关注

1. 常德市本级地方政府债务负担重,政府债

- 务率高。
2. 公司应收账款回款情况有待持续关注；其他应收账款快速增长，且规模大，对公司资金形成占用。
 3. 公司债务规模增长较快，盈利能力偏弱。
 4. 公司在建和拟建项目规模大，将面临一定的资金压力。
 5. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。
 6. 本期中期票据发行额度大，未来将面临一定的偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由常德市金禹水利投资有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的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。

常德市金禹水利投资有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“公司”）系由常德市经济建设投资集团有限公司（以下简称“经建投公司”）于 2009 年 11 月投资设立的国有独资有限责任公司，初始注册资本 3000.00 万元。2010 年 5 月，经建投公司将其所持 3000.00 万元股本转让给常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”），同时常德市国资委新增注册资本 7000.00 万元，变更后常德市国资委为公司唯一股东。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，常德市国资委为公司实际控制人。

公司主要经营范围包括：水利工程项目投资建设与管理及咨询；水资源开发与利用；水利设施经营与管理；城市防洪基础设施建设；土地开发与整理；经营金属材料、建筑材料。

截至 2016 年 9 月底，公司本部下设财务部、综合部、征拆部、投融资部和工程部 5 个职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额 204.02 亿元，所有者权益 96.19 亿元；2015 年，公司实现营业收入 11.66 亿元，利润总额 2.51 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 248.59 亿元，所有者权益 97.28 亿元；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，利润总额 1.09 亿元。

公司注册地址：常德市武陵区城西办事处穿紫河居委会柳叶大道 2533；公司法定代表人：刘润年。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2017 年注册中期票据额度 20

亿元，“常德金禹水利投资有限公司 2017 年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）拟发行 10.00 亿元，发行期限 5 年。本期中期票据采用单利按年付息，到期一次还本。募集资金将用于偿还公司金融机构借款。

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。

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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总

需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的

贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

(1) 区域概况

常德市位于湖南省北部，是湘西北重要的工业基地，属于中国经济中部崛起重心地带，位于泛珠江三角洲和泛长江三角洲经济发展区域结合部，是东部沿海发达地区产业向中、西部转移的黄金地段。常德市全市面积 18189.8 平方公里，现辖武陵区、鼎城区两区，以及安乡县、汉寿县、桃源县、临澧县、石门县、澧县 6 县，代管一县级市津市市。常德市在区位上处于长株潭城市群、武汉都市圈、成渝都市群三大国家综合改革试验区的交汇点，是发达地区向中西部产业转移的黄金地带，是全省“长常张黄金走廊”的核心枢纽，地理区位优势明显。湖南四大水系中的沅江和澧水经常德，境内有大小河流 432 条，河网密布，水利建设是城市重点领域之一。2015 年底，常住人口为 584.4 万人，其中城镇人口 278.1 万人，城镇化率为 47.6%。常德市主要经济指标在湖南省十四个地市中位居前列。

(2) 区域经济

近年来，常德市经济发展稳中有进，《2015 年常德市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015 年全市完成地区生产总值 2709 亿元，同比增长 8.7%。其中，第一产业完成增加值 355.2 亿元，同比增长 3.1%，对经济增长的贡献率为 5.6%；第二产业完成

增加值 1237.5 亿元，同比增长 6.9%，对经济增长的贡献率为 38.1%；其中工业完成增加值 1117.7 亿元，同比增长 6.9%，对经济增长的贡献率为 35%；第三产业完成增加值 1116.3 亿元，同比增长 13%，对经济增长的贡献率为 56.3%。

2015 年，常德市全市完成固定资产投资 1857.9 亿元，比上年增长 20%。按经济类型分，国有投资 570 亿元，同比增长 29.2%；非国有投资 1287.8 亿元，同比增长 16.4%。按产业分，第一产业投资 56.7 亿元，同比增长 53.9%；第二产业投资 938.5 亿元，同比增长 20.4%；第三产业投资 862.7 亿元，同比增长 18.0%。按投资方向分，工业投资 882.5 亿元，同比增长 18.8%；民生投资 122.1 亿元，增长 22.4%；生态投资 88.1 亿元，同比增长 11.3%；基础设施投资 478.1 亿元，同比增长 21.9%；高新技术产业投资 90.5 亿元，同比增长 61.5%；纳入省政府考核的十二大振兴产业投资 613.4 亿元，增长 19.1%；工业技改投资 452.5 亿元，同比增长 25.3%。

2015 年，常德市全年开工各类水利工程 3.9 万处，完成土石方 1.4 亿立方米；治理水土流失面积 37.7 平方公里。全市人均水资源 2343 立方米，平均降水量 1375.7 毫米。城市污水集中处理率达 90%。

2016 年 1~9 月，常德市全市实现地区生产总值 1843.0 亿元，同比增长 7.5%；规模以上工业增加值同比增长 6.2%；完成固定资产投资 1202.0 亿元；同比增长 14.8%；实现社会消费品零售总额 715.5 亿元，同比增长 11.8%。

2015 年，根据财政部、住房城乡建设部、水利部《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》（财建【2014】838 号，以下简称“《通知》”）和《关于组织申报 2015 年海绵城市建设试点城市的通知》（财办建【2015】4 号），财政部、住房城乡建设部、水利部于组织 2015 年海绵城市建设试点城市

评审工作，常德市获批选为首批十六个海绵城市建设试点城市之一。常德市作为全国首批及湖南省首家海绵城市试点城市，常德市积极推进城市建设，并获得上级政府在财政、金融等方面的大力支持，为未来经济社会的可持续发展提供一定的保障。

总体看，常德市经济增长迅速，全市经济以第二产业为主，第三产业发展较快，固定资产投资在拉动地区经济发展方面发挥较大作用。

3. 区域财力及政府债务

2013~2015 年，常德市分别实现公共财政预算收入 122.53 亿元、134.92 亿元和 148.64 亿元。2015 年，常德市完成财政总收入 431.54 亿元，比上年增长 12.38%；公共财政预算收入 148.64 亿元，比上年增长 10.17%，其中税收收入 90.00 亿元，增长 8.99%；非税收入 58.65 亿元，增长 12.08%，转移支付和税收返还收入 259.97 元，比上年增长 20.82%；政府

性基金收入 18.85 亿元，较上年下降 36.32%。

表1 2013~2015年常德市全市财政收入表
(单位: 亿元)

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一、公共财政预算收入	122.53	134.92	148.64
1、税收收入	74.55	82.58	90.00
2、非税收入	47.98	52.33	58.65
二、转移支付和税收返还收入	184.43	215.17	259.97
三、政府性基金收入	29.40	29.60	18.85
国有土地使用权出让收入	29.40	29.60	18.85
四、预算外财政专户资金	5.05	4.32	4.08
合计	341.41	384.01	431.54

资料来源：公司提供

常德市本级地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2015 年底，常德市本级政府全部债务余额 246.34 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），主要以直接债务为主，债务余额为 225.91 亿元，地方政府债务率为 119.41%。

表2 2015 年常德市本级政府地方财力和债务情况（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	932071	（一）直接债务余额	2259079
1. 税收收入	534845	1、外国政府贷款	226
2. 非税收入	397226	2、国际金融组织贷款	14644
（二）转移支付和税收返还收入	881772	3、国债转贷资金	933
1. 一般性转移支付收入	372122	4、农业综合开发借款	--
2. 专项转移支付收入	443450	5、解决地方金融风险专项借款	--
3. 税收返还收入	66200	6、国内金融机构借款	1340501
（三）国有土地使用权出让收入	238222	7、债券融资	902775
1. 国有土地使用权出让金		8、粮食企业亏损挂账	--
2. 国有土地收益基金	238222	（二）担保债务余额	408571
（四）预算外财政专户收入	10882		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	206947	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	2463364
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			119.41%

资料来源：常德市财政局

总体看，常德市地区经济保持了较高增长速度，财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。但常

德市本级地方政府债务负担重，政府债务率高。

五、基础素质分析

1. 股东背景

公司为国有独资公司，截至 2016 年 9 月底，公司股东和实际控制人为常德市国资委。

2. 企业规模

公司是常德市水利和基础设施建设及投融资主体，主要承担常德市市级防洪圈（含德山防洪大堤）、市城区水利设施建设和水利建设形成的新增用地的开发，公司业务在其所在区域具有一定专营性。

3. 公司员工素质

（1）高管人员情况

公司董事长兼法定代表人刘润年先生，男，1963 年 4 月出生，中共党员，1984 年 7 月毕业于中国农业大学（原北京农业机械学院农田水利系）。历任常德市水利局工程质量监督站站长、水利工程招标投标管理办公室主任、常德市利安水利水电工程监理有限公司总经理，常德市水利局山区站站长、副调研员，公司总经理。

公司总经理、董事刘少菲先生，男，1964 年 1 月出生，本科学历，曾就职于常德市规划办、规划院，历任常德市建委干部、城镇科副科长，常德市华大建设开发公司副总经理、常德市迅华城建开发公司总经理兼支部书记、常德市园林局副局长、常德市园林局党组书记。

（2）公司员工情况

截至 2016 年 9 月底，公司拥有员工 28 人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历 16 人，本科学历 11 人，硕士及以上学历 1 人；从员工年龄构成来看，30 岁以下 6 人，30~50 岁 18 人，50 岁以上 4 人；从岗位构成看，高级职称员工 1 人，中级职称员工 6 人。

整体看，公司高管人员经验丰富，公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

4. 政府支持

根据常德市人民政府于 2010 年 3 月出具的常政办函[2010]40 号文件，明确了公司作为常德市水利项目投融资主体，负责市本级防洪圈、市城区水利设施建设，并在资产注入和资金支持等方面给予了公司有力支持。

资本金支持

2010 年 5 月，原股东经建投公司将所持公司股本 3000 万元转让给新股东常德市国资委；同时，常德市国资委增加公司注册资本人民币 7000 万元。

资产注入

截至 2016 年 9 月底，公司资本公积账面余额为 87.51 亿元，全部为国资委注入公司的城市水务和土地等国有资产，其中：

2010 年 5 月，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于变更出资人有关事项的通知》（常国资产权通字[2010]2 号），常德市国资委将相关隔堤、电排站等资产注入公司，上述资产的评估价值为 4.88 亿元（湘天正评报字[2009]第 20 号）；同年 12 月，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入城市水务资产的通知》（常国资产权通字[2010]6 号），常德市国资委将常德市城市水务资产（地下管网）注入公司，注入的城市水务资产评估价值为 20.31 亿元（湘里评字[2010]第 169 号），公司据以增加 2010 年度资本公积。上述资产划入合计 25.19 亿元。

2011 年 12 月，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入金禹湿地经济林资产的通知》（常国资产权通字[2010]6 号），常德市国资委将金禹湿地经济林资产注入公司，注入的金禹湿地经济林资产评估价值为 10.13 亿元（湘里评字[2011]第 139 号），公司据以增加 2011 年度资本公积。

2012 年 12 月，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入市白龙村等处二十三宗国有出让土地资产的通知》（常国资产权通字[2012]13 号），常德市国资委将市

白龙村等处二十三宗国有出让土地资产注入公司，注入的国有出让土地资产评估价值为 25.55 亿元（湘里评字[2012]第 203 号），公司据以增加 2012 年度资本公积。

2014 年 12 月 31 日，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入土地资产的通知》（常国资产权通字[2014]23 号），常德市国资委将市水桥村等处 12 宗国有出让土地资产注入公司，注入的国有出让土地资产评估价值为 6.00 亿元（湘里评字[2014]第 52 号），公司据以增加 2014 年度资本公积金。

2015 年 8 月 26 日，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入土地资产的通知》（常国资产权通字[2015]17 号），常德市国资委将位于常德市武陵区红旗路等地的水务资产（地下排水管网）注入公司，注入的水务资产评估价值为 20.64 亿元（湘信评字[2015]第 0806 号），公司据以增加 2015 年度的其他资本公积金。同时根据常德市财政局出具的《关于支付地下管网使用费的通知》，公司对此次水务资产的注入每年按 1.00 亿元计提折旧，常德市财政局每年按 1.50 亿元向公司支付水务资产使用费。

财政补贴

2011 和 2012 年，常德市财政局分别拨付公司财政补贴 95.00 万元和 642.00 万元，用于弥补公司水利工程建设费用支出和贷款利息支出等，计入营业外收入-补贴收入科目，在现金流量表收到的其他与经营活动有关的现金中体现。

依据常财函件【2010】254 号、255 号、256 号和 257 号文及常财函【2011】10 号文件通知（以下统称“相关费用支付文件”），常德市财政局向公司支付水务资产使用费 1.52 亿元/年、排污排水费 4000 万元/年、电排站维护费 630 万元/年、防洪墙维护费 1125 万元/年、经济林养护费 745 万元/年，截至 2014 年底，共计 10.85 亿元；同时，根据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》的约定，截

至 2014 年底，公司应收常德市财政局项目建设回购款 8.03 亿元（紫缘路桥、沾天湖南岸堤防整治等项目）。针对上述两笔款项合计 18.88 亿元，常德市财政局于 2015 年 6 月出具《常德市财政局关于支付几项设施使用费的说明》（以下简称“回款安排”），计划于 2015~2018 年每年分别支付公司 6.00 亿元、4.00 亿元、4.00 亿元和 4.88 亿元。截至 2015 年底，公司收到回款 6.00 亿元，其中 5.00 亿元用以冲抵公司应收账款；2016 年 1~9 月，公司尚未收到相关回款。

总体看，常德市政府在资金支持、资产注入及政府补贴方面给予公司持续的支持，进而为公司项目建设提供了充足的资金，也为公司未来发展提供了重要保障。

5. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1043070100101070B），截至 2016 年 10 月 25 日，公司无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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为常德市国资委下属的国有独资公司，根据《中华人民共和国公司法》和有关法律、法规规定制定了《常德市金禹水利投资有限公司章程》，以规范公司组织和行为。

公司不设股东会，由常德市国资委行使股东权力。公司设董事会，成员为 5 人，其中职工代表董事 1 人，由公司职工代表大会选举产生，非职工代表董事由常德市国资委委派。公司设董事长 1 人，由常德市国资委从董事会成员中指定。公司法定代表人由董事长担任。公司设监事会，成员为 5 人，其中职工代表监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生，非职工代表监事由常德市国资委委派。监事会设主席 1 名，由常德市国资委在监事会成员中指定。公司设经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，对

董事会负责。

2. 管理水平

公司根据产业布局、业务特点和资产结构等情况，制定了健全有效的内部控制体系。

行政管理

公司在行政管理方面制定了《公文管理办法》、《印鉴管理规定》、《档案管理规定》等制度，对公司日常运转中除财务、业务及公司治理外的各环节进行控制。公司综合部为其主要执行部门，部门内根据需要进行了岗位职责划分，具有较好的执行力及执行效果，能够满足公司的经营管理需要。

财务管理

公司通过制定《财务管理制度》对资金使用、对外投资、费用控制、固定资产采购等方面进行了规定。业务资金严格执行收支两条线，所有业务资金支付总额、用途必须在已决策的可使用资金额度及用途范围内，如超出范围须重新按权限提请决策。制度对成本费用的控制、执行有详细规定，如员工申请借款只能在规定的范围按审批程序进行，差旅费报销有明确的标准，部分发票对明细和附件有详细要求。对于低值易耗品和固定资产的管理，使用单位提供齐全的单据、综合部负责入库登记、财务部负责记账盘点。

工程项目管理

为了保证工程进度目标的实现，降低工程成本，公司制定了《技术资料管理制度》、《材料进场管理制度》、《图纸会审制度》、《工程质量事故报告及调查制度》、《施工测量管理制度》等制度办法，形成了涵盖项目工程组织管理、工程造价控制、工程招标管理、工程变更控制及监督鉴证、安全施工及运营管理、资料管理的全过程管理制度，确保工程操作规范、工程建设质量有制度的约束和保证。

合同管理

为完善经济合同管理机制，加强对公司经济合同的管理，根据《中华人民共和国合同法》

及相关法律法规，公司制定了《经济合同管理暂行办法》，办法明确了公司董事长办公会议是经济合同工作的决策机构，对经济合同的签订、经济合同的履行、经济合同的担保、经济合同的变更及解除、经济合同纠纷的处理以及经济合同的档案管理做出了明确的规定，以合理控制合同缔结的法律风险。

对外担保管理

公司为规范对外担保行为、防范财务风险，确保公司稳健经营，制定了《担保管理办法》，建立严格的管理流程和风险预警机制。公司规定对外提供担保必须经董事会审核、报市政府批准。经董事会审议通过后，由董事长或授权代表人签署书面对外担保合同。

总体看，公司法人治理结构完善，内部管理制度相对健全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为常德市水利和基础设施建设主体，主要承担常德市市级防洪圈（含德山防洪大堤）、市城区水利设施建设和水利建设形成的新增用地的开发。

2013~2015 年，公司分别实现营业收入 6.02 亿元、6.93 亿元和 11.66 亿元；公司营业收入由市政建设项目收入、排污费（管网）收入、排水设施使用费（管网）收入、电排站收入、防洪墙养护费收入和经济林养护费收入构成，其中市政建设项目收入为公司主要收入来源，近三年，在营业收入中占比分别为 63.97%、68.67%和 77.10%。受市政建设进度加快影响，2013~2015 年，市政建设项目分别实现收入 3.85 亿元、4.76 亿元和 8.99 亿元。其他业务板块方面，公司依据常德市财政局出具的相关费用支付文件确认收入。

毛利率方面，近三年，受毛利率较低的市政建设项目收入规模逐年增加影响，公司营业毛利率的持续下降，分别为 27.06%、25.52%

和 22.12%。根据公司与常德市财政局签署的相关协议，上述各项业务的毛利率近三年无显著变动。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，营业毛利率为 41.03%。收入主要来源于排污费收入和排水设施使用费，分别占比 10.90%和 82.28%；营业毛利率较 2015 年增幅较大，主要系市政建设项目因尚未结算确定收入所致。其他板块整体规模较小。毛利率保持相对稳定。

依据常德市财政局出具的相关费用支付文件和回购协议，截至 2014 年底，应收财政局相关账款 188814 万元，同时依据常德市财政局出具的回款安排，截至 2015 年底，当年回购款项已足额到位，2016 年 1~9 月，尚未收到相关回款。此外，截至 2016 年 9 月底，公司应收常德市财政局账款 27.29 亿元，较 2014 年底新增 8.41 亿元，针对新增回款尚无具体回款安排。

表 3 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司业务开展情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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
市政建设项目	38522.60	63.97	15.25	47559.73	68.67	15.25	89892.82	77.10	15.25	0.00	0.00	0.00
排污费（管网）	4000.00	6.64	100.00	4000.00	5.78	100.00	4000.00	3.43	100.00	2951.46	10.90	100.00
排水设施使用费（管网）	15200.00	25.24	33.50	15200.00	21.95	33.50	20200.00	17.33	33.44	22283.49	82.28	32.29
电排站	630.00	1.05	33.27	630.00	0.91	33.27	630.00	0.54	33.27	464.85	1.72	32.17
防洪墙养护费	1125.00	1.87	33.11	1125.00	1.62	33.11	1125.00	0.96	33.11	830.09	3.07	32.01
经济林养护费	745.00	1.24	100.00	745.00	1.08	100.00	745.00	0.64	100.00	549.71	2.03	100.00
合计	60222.60	100.00	27.06	69259.73	100.00	25.52	116592.82	100.00	22.12	27079.60	100.00	41.03

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

市政建设项目业务

近三年，公司重点项目包括马家吉隔堤水利综合整治、市二水源、紫缘路北等。截至 2016 年 9 月底，公司在建项目计划总投资 19.14 亿元，已完成投资 7.33 亿元。

公司水利工程及配套设施建设的经营模式为：项目建设前期，公司与常德市财政局签署了《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，公司一方面通过自身经营产生项目建设所需的资本金，另一方面通过将土地抵押获取外部融资。项目开始建设后，公司将所筹集资金投入水利项目及配套设施建设中。项目竣工后计入存货科目，依据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，由市政府一次性回购，资金分期支付，公司用回购款偿还前期筹措的银行、信托等贷款。

回购基数为项目总成本和投资收益。其中

项目总成本包括由回购方、投资人和投资监理三方确认的项目概算总价、管理成本、税费、融资成本和其他费用；投资收益为项目总成本的 18.00%。根据市政建设进度，市政府于每年年底与公司确认建设成本再根据回购协议规定的投资收益确认收入。回购期内，常德市财政局在项目竣工后，通过三方评审确定已完工城建项目投资支出，并以该投资支出的 70%支付项目回购款，剩余回购款于每次三方评审后 12 个月内支付（剩余回购款在应收账款科目体现）。截至 2016 年 9 月底，马家吉项目主体部分已经完工，周边相关配套尚未完工，故未进行决算。

2013~2015 年度，公司水利工程及配套设施建设业务分别实现营业收入 3.85 亿元、4.76 亿元和 8.99 亿元，分别占营业收入的 63.97%、68.67%和 77.10%，毛利率均为 15.25%。2016 年 1~9 月，该板块尚未确认收入。

表 4 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司建设管理业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
马家吉项目	23377.54	1828.62	50386.67	--
紫缘路北延	7488.40	29124.40	20026.14	--
三间路	7656.66	11072.83	15427.9	--
武陵监狱	--	5533.88	1888.00	--
万金路	--	--	1492.85	--
经四路	--	--	671.26	--
合计	38522.60	47559.73	89892.82	--

注：武陵监狱项目 2014 年回购方为常德市财政局，根据公司与常德市经为资产经营有限公司于 2015 年 6 月签订的《项目回购协议书》，2015 年起，公司武陵监狱、万金路和经四路等项目的回购方变更为常德市经为资产经营有限公司。

资料来源：历年的《政府回购项目进度成本确认通知单》及公司提供

排水设施运营业务

根据常财函[2010]254 号文，常德市财政局对使用公司排污设施支付水务资产使用费，年支付金额为注入水务资产年折旧额（1.01 亿元）的 1.5 倍，即 1.52 亿元。同时，2015 年 8 月 26 日，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入土地资产的通知》（常国资产权通字[2015]17 号），注入的水务资产评估价值为 20.64 亿元（湘信评字[2015]第 0806 号），根据常德市财政局出具的《关于支付地下管网使用费的通知》，公司对此次水务资产的注入每年按 1.00 亿元计提折旧，常德市财政局每年按 1.50 亿元向公司支付水务资产使用费。

2013~2015 年，该板块分别实现收入 1.52 亿元、1.52 亿元和 2.02 亿元，毛利率分别 33.50%、33.50%和 33.44%。2016 年 1~9 月，该板块确认收入 2.23 亿元，毛利率为 32.29%。

排污设施运营业务

根据常财函[2010]255 号文，常德市财政局对公司排污设施按年排污总量支付费用。地下管网污水排放总量为管网区域内自来水公司确认的自来水用水量计算，污水排放总量以 5000 万吨为基数结算，执行的单价情况如下表所示。公司每年确认收入，在应收账款科目体

现。

2013~2015 年，该板块实现收入均为 0.40 亿元；2016 年 1~9 月，该板块确认收入 2951.46 万元。该板块毛利率为 100.00%。

表 5 排污费（管网）执行标准（单位：元/吨、万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年以后
执行单价	1.00	0.80	0.80
排污费用	5000.00	4000.00	4000.00

资料来源：常财函[2010]255 号文。

防洪墙养护业务

根据常财函[2010]257 号文，自 2010 年起常德市财政局对公司维护的河汊闸至马家吉防洪墙支付维护和管理费，支付金额为防洪墙年折旧额（约 750 万元）的 1.5 倍，即 1125 万元/年。公司每年确认收入，在应收账款科目体现。

2013~2015 年，该板块实现收入均为 1125.00 万元；2016 年 1~9 月，该板块确认收入 830.09 万元。该板块毛利率为 32.01%。

经济林养护业务

常德市国资委注入公司金禹湿地经济林（常国资产权通字[2010]6 号）。为维护本地林场资源的稳定，自 2011 年起，根据常财函[2011]10 号文，常德市财政局按 1000 元/亩，即 745 万元/年的金额支付公司金禹湿地公园经济林养护费。公司每年确认收入，在应收账款科目体现。

2013~2015 年，该板块实现收入均为 745.00 万元；2016 年 1~9 月，该板块确认收入 549.71 万元。该板块毛利率为 100.00%。

3. 未来发展规划

根据公司的发展规划，公司将继续投资于市政项目建设。截至目前，公司重要在建和拟建项目包括湖南省武陵监狱迁建工程、三间南路工程、红旗路工程和青年路东延线工程等。截至 2016 年 9 月底，上述项目总投资额 19.14 亿元，已完成投资 7.33 亿元。总体看，公司将面临一定的资金压力。

表6 截至2016年9月底公司在建及拟建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	项目总投资情况	已投资	未来投资需求
青年路东延线	2.44	0.02	2.42
湖南省武陵监狱迁建工程	4.47	2.16	2.31
三闾南路工程	3.00	2.80	0.2
莘子路工程	0.29	0.09	0.2
古田路工程	1.85	1.08	0.77
红旗路工程	2.97	0.26	2.71
马家吉隔堤后续工程	0.93	0.61	0.32
人民路东延	2.17	0.00	2.17
武陵监狱应急备勤储备工作站工程	0.12	0.00	0.12
柳叶湖航道	0.9	0.30	0.6
白鹤山二期	--	0.00	--
合计	19.14	7.33	11.81

资料来源: 公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2014年度财务报表, 北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论; 公司提供了2015年度财务报表, 亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对该合并财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年三季度财务数据未经审计。

截至2015年底, 公司资产总额204.02亿元, 所有者权益96.19亿元; 2015年, 公司实现营业收入11.66亿元, 利润总额2.51亿元。

截至2016年9月底, 公司资产总额248.59亿元, 所有者权益97.28亿元; 2016年1~9月, 公司实现营业收入2.71亿元, 利润总额1.09亿元。

2. 资产质量

2013~2015年, 公司资产总额快速增长, 年复合增长50.93%。截至2015年底, 公司资产总额204.02亿元, 其中流动资产占75.65%,

非流动资产占24.35%。

流动资产

2013~2015年, 公司流动资产快速增长, 年复合增长63.24%, 主要系项目建设不断推进导致银行贷款、应收账款、存货及往来款规模逐年增加所致。截至2015年底, 公司流动资产为154.33亿元, 其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较大, 分别占34.49%、15.90%、28.16%和21.22%。

2013~2015年, 公司货币资金快速增长, 年复合增长208.45%, 其中2014底较上年底大幅增长, 主要系当年取得借款资金17.75亿元, 同时发行了4.00亿元的中小企业私募债。截至2015年底, 公司货币资金53.23亿元, 同比增长44.05%, 主要系公司发行私募债券所致。截至2015年底, 公司货币资金中无受限资金。

2013~2015年, 公司应收账款逐年增长, 年均复合增长43.27%, 主要系项目进度加快, 但项目建设回款严重滞后所致。截至2015年底, 公司应收账款为24.54亿元, 其中应收常德市财政局收入款24.14亿元, 剩余部分为应收常德市经为资产经营有限公司收入款。公司应收款项产生坏账的可能性较小, 因此未计提坏账准备。

2013~2015年, 公司其他应收款波动增长, 年复合增长77.16%, 其中2015年底其他应收款43.47亿元, 同比增幅较大, 主要系与经建投公司往来款增加所致; 从结构来看, 截至2015年底, 公司其他应收款中应收经建投公司款项占公司其他应收款总额的92.58%, 集中度高。

2013~2015年, 公司存货逐年增长, 年复合增长11.84%。公司存货主要由开发项目土地成本和市政建设项目施工成本构成。其中2014年底较上年底增长21.83%, 主要系常德市国资委(常国资产权通字[2014]23号)将市柳叶湖水桥村的12宗地块国有出让土地资产注入公司, 出让土地资产评估价值为6.00亿元(湘里评字[2014]第52号), 据以增加公司开发项目土地成本。截至2015年底, 公司存货32.76

亿元，同比增长2.68%，其中开发项目土地成本31.83亿元，均为常德市国资委划入公司的土地等国有资产，剩余部分为市政建设项目施工成本，主要为马家吉项目、市青年路东延线和市人民路东延线等项目的开发成本。针对上述土地资产和项目建设成本，公司均未计提减值准备。截至2015年底，公司拥有权证土地1277.25亩，已全部抵押，合计贷款18亿元。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产波动增长，年复合增长25.31%。截至2015年底，公司非流动资产49.69亿元。公司非流动资产主要由固定资产和生产性生物资产构成，分别占79.50%和20.40%。

公司固定资产主要是机器设备和房屋及建筑物。2013~2015年，公司固定资产波动增长，年复合增长35.69%，其中2014年底较2013年底有所减少，主要系常德市国资委注入公司的水务资产（防洪墙、电排站和污水管网等）当年计提折旧1.13亿元所致。截至2015年底，公司固定资产39.50亿元，同比增长94.34%，主要系常德市国资委将位于常德市武陵区红旗路等地的水务资产注入公司（常国资产权通字[2015]17号），注入的水务资产评估价值为20.64亿元（湘信评字[2015]第0806号）。截至2015年底，公司累计计提折旧1.46亿元。

2013~2015年，生产性生物资产均为10.13亿元，具体为常德市国资委（常国资产权通字[2010]6号）注入公司的金禹湿地经济林，评估价值10.13亿元（湘里评字[2011]第139号）。目前上述生产性生物资产处于养护阶段，尚未开始产生收益，相关摊销未予计提。

截至2016年9月底，公司资产总额248.59亿元，较上年底增长21.85%，主要系其他应收款中往来款规模进一步增长所致。同期，公司货币资金39.41亿元，较2015年底下降25.96%，主要系往来款支出增加所致；应收账款27.29亿元，较2015年底增长11.22%，主要系收入确定尚未收到回款；其他应收款97.22亿元，

较2015年底增长123.66%，主要系其他应收款中往来款大幅增加所致；存货36.51亿元，较2015年底增长11.46%，主要系常德市水务资产注入所致。资产结构方面，流动资产和非流动资产分别占比80.65%和19.35%，流动资产占比进一步扩大。

总体看，公司资产规模逐年增长，资产构成以流动资产为主。应收款项对公司资金占用较大，存货抵押比例较高，公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益不断增长，年复合增长20.83%。截至2015年底，公司所有者权益额合计96.19亿元，同比增长31.06%，主要来自资本公积增加。截至2015年底，公司实收资本为1.00亿元，近三年保持稳定；公司资本公积主要为历年公司获得的常德市国资委划拨的水务资产，包括隔堤、电排站、污水管网、金禹湿地经济林和土地使用权，具体划拨情况见政府支持分析部分，截至2015年底，公司资本公积为87.51亿元，同比增长30.86%，主要系常德市国资委将位于常德市武陵区红旗路等地的水务资产作价20.64亿元（湘信评字[2015]第0806号）注入公司，据以增加公司2015年度其他资本公积。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计97.28亿元，较2015年底增长1.13%，主要系未分配利润由上年底的6.91亿元增长至8.00亿元。截至2016年9月底，公司所有者权益中实收资本占1.03%，资本公积占89.96%，盈余公积占0.79%，未分配利润占8.22%。

总体看，公司负债规模增长较快，负债结构以利息相对偏高的信托和融资租赁产品等非流动负债为主；公司所有者权益中占比较大的资本公积对应的资产盈利性偏弱，公司权益质量一般。

负债

2013~2015年，公司负债总额快速增长，年复合增长113.41%。截至2015年底，公司负债合计107.83亿元，其中流动负债占1.47%，非流动负债占98.53%。

2013~2015年，公司流动负债波动下降，年复合下降16.48%，其中2014年底较上年下降69.57%，主要系当年支付常德四航建设有限公司建设款项1.90亿元，导致流动负债减少。截至2015年底，公司流动负债1.58亿元（主要由应交税费和应付利息构成），同比增长314.16%，主要系应交税费增加所致。

2013~2015年，公司非流动负债增长较快，年复合增长122.77%。截至2015年底，公司非流动负债合计106.25亿元，同比增长129.08%，主要系外部融资增加所致。公司非流动负债中长期借款、应付债券和长期应付款分别占比26.90%、17.92%和65.26%。

2013~2015年，公司长期借款不断增长，年复合增长31.97%。截至2015年底，公司长期借款为28.58亿元，主要以抵押借款为主。

截至2015年底，公司应付债券19.04亿元，同比增长414.37%，主要是公司分别发行的3年期中小企业债券1.00亿元和5年期非公开发行公司债15亿元。

表7 截至2015年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	发行金额
中小企业私募债	4.00	2014/12/26	3 年	3.70
中小企业私募债	1.00	2015/4/14	3 年	0.94
非公开发行公司债	10.00	2015/8/13	5 年	9.50
非公开发行公司债	5.00	2015/8/27	5 年	4.75
合 计	20.00	--	--	18.89

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司长期应付款快速增长，年复合增长242.44%，主要系新增应付融资租赁款所致。截至2015年底，公司长期应付款为58.63亿元，同比增长144.61%，公司长期应付款均为有息债务。

有息债务方面，2013~2015年，公司全部债务快速增长，复合增长70.35%，主要系公司外部融资款不断增长所致。截至2015年底，公司全部债务47.62亿元，全部为长期债务。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈快速上升趋势，其中2015年底上述指标分别为52.85%、33.11%和33.11%。若将长期应付款款中有息债务计入全部债务核算，2013~2015年，公司调整后全部债务快速增长，复合增长122.77%，截至2015年底，公司调整后全部债务106.25亿元，调整后全部债务资本化比率为52.49%。

截至2016年9月底，公司负债总额合计151.31亿元，较2015年底大幅增长，主要系长期应付款增至94.46亿元所致。截至2016年9月底，公司有息债务50.30亿元，均由长期债务构成。截至2016年9月底，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较2014年底均有所增长，分别为60.87%、34.08%和34.08%。考虑到将长期应付款中有息债务调整至全部债务核算，截至2016年9月底，公司调整后全部债务144.76亿元，调整后全部债务资本化比率为59.81%。

4. 盈利能力

随着公司承建项目规模迅速扩大，公司营业收入也随之有较大幅度的增长。2013~2015年，公司分别实现营业收入6.02亿元、6.93亿元和11.66亿元，年均复合增长39.14%。2015年实现营业收入11.66亿元，主要以市政建设项目确认收入为主。2013~2015年度，公司营业成本分别为4.39亿元、5.16亿元和9.08亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长43.77%，主要系近三年来项目建设规模扩大，导致投入相应增加。受营业成本高于营业收入增幅影响，近三年，公司营业利润率呈下降趋势，2015年为21.61%；2015年公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.05%和2.24%。

2013~2015年，公司期间费用呈上升趋势，

但规模不大，且无销售费用。近三年，公司财务费用均为负（利息支出资本化）；管理费用构成公司期间费用的绝大部分，分别为142.81万元、187.00万元和256.19万元，呈逐年上涨趋势，但涨幅不大。整体看，公司期间费用控制能力较好。

2016年1~9月，公司营业收入为2.71亿元，大多数的收入确认将在年底完成；营业成本为1.60亿元。2016年1~9月，公司期间费用为225.33万元，占公司营业收入的比例为0.83%，公司营业利润率为40.86%。

总体来看，近年公司营业收入和利润总额保持增长，受水利及市政工程投资的行业特点限制，净资产收益率偏低，公司自身盈利能力偏弱。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量波动增长，年复合增长396.08%。受政府回款均未支付影响，2013~2014年，公司无销售商品提供劳务收到现金，2015年按回款计划，公司收到回款6.00亿元；2015年公司收到其他与经营有关的现金11.80亿元，较上年底大幅增长，主要系与经建投公司往来款大幅增长所致。公司经营活动现金流出量不断增长，年均复合增长101.04%，主要系公司承建项目规模迅速扩大，导致购买商品接受劳务支付的现金逐年增长，近三年分别为2.10亿元、3.39亿元和7.49亿元。近三年，公司经营活动现金流量净额由负转正，其中2015年为8.23亿元。

从投资活动来看，公司投资活动现金流量净额自2015年由正转负，主要系新增投资支付的现金39.50亿元，具体为支付经建投公司的借款。总体而言，公司近三年投资活动较少。

从筹资活动来看，公司筹资活动产生的现金流入主要由取得借款收到的现金、收到其他与筹资活动有关的现金和发行债券收到的现金构成。筹资活动产生的现金流出主要为偿还

债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。其中，收到其他与筹资活动有关的现金主要为收回以前年度暂借经建投公司等往来单位款。支付其他与筹资活动有关的现金主要为暂借经建投公司等往来单位款。

2016年1~9月，公司经营活动现金流量净额为0.16亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为0.41亿元和0.22亿元。公司投资活动产生的现金流量净额-50.27亿元，主要系往来款规模大幅增加所致。公司筹资活动产生的现金流量净额36.30亿元。筹资活动现金流入量67.13亿元，主要为外部融资款；筹资活动现金流出量30.84亿元，其中偿还债务支付的现金21.67亿元；分配股利利润或偿付利息支付的现金大幅增长，2016年1~9月为7.31亿元，主要为偿还融资租赁和信托资金利息。

总体看，2013~2014年因政府回款无法及时到位，公司收现质量差。依据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》中对回购资金的相关回款安排，2015年共计6.00亿元的政府回购资金已足额到位，公司收现质量有所改善。同时，公司基础设施建设规模扩大，外部融资需求压力加重。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率一直保持较高水平，上述两项指标三年加权平均值分别为9303.77%和6649.36%，2015年底分别为9760.94%和7689.23%。受经营活动现金流量净额和流动负债规模变动影响，近三年公司经营现金流动负债比波动较大，分别为-72.51%、-726.84%和520.65%。2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为3061.80%和2504.24%，较上一年底大幅增长。公司短期偿债能力逐年增加，考虑到公司现金类资产规模和无短期债务，公司短期偿付压力小。

从长期偿债能力指标看，随着公司项目规模的扩大，公司资金需求不断增加。2013~2015

年，公司 EBITDA 分别为 3.29 亿元、3.34 亿元和 4.77 亿元，受公司有息债务不断增长影响，公司全部债务/EBITDA 分别为 4.99 倍、6.70 倍和 9.99 倍。考虑到将公司长期应付款中有息债务计入调整后全部债务，公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 6.51 倍、13.87 倍和 22.29 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得银行授信额度共计 31.30 亿元，其中尚未使用 4.28 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 对外担保

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保余额 58.27 亿元，担保比率为 59.90%。被担保人主要为经建投公司、常德市经泽建设开发有限公司和常德市经为资产经营有限公司，公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表8 截至2016年9月底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保方	担保金额	起始日	终止日
常德市经济建设投资集团有限公司	100000.00	2015.1	2019.6
	65000.00	2015.12	2018.12
	61800.00	2015.5	2017.5
	50000.00	2015.11	2018.11
	50000.00	2013.11	2016.11
	49800.00	2015.12	2020.12
	38000.00	2015.11	2018.11
	35000.00	2014.9	2017.9
	30350.00	2015.8	2021.8
	50000.00	2013.12	2016.12
常德市经泽建设开发有限公司	18429.82	2013.11	2018.11
	15960.00	2013.3	2018.3
	8178.00	2014.8	2019.8
常德市经为资产经营有限公司	10200.00	2015.4	2019.4
合计	582717.82	--	--

资料来源：公司提供

九、本期中期票据偿债能力分析

公司本期票据发行金额为10.00亿元，分别

占2015年底全部债务和调整后全部债务的21.00%和9.41%，对公司现有债务影响较大。

截至 2015 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.85% 和 33.11%，以 2015 年底财务报表数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升为 55.06% 和 37.46%，调整后全部债务资本化比率由 52.49% 上升至 54.72%。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还金融机构借款，本期中期票据发行后，公司债务负担将可能低于上述测算值。

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 3.29 亿元、3.34 亿元和 4.77 亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为 0.33 倍、0.33 倍和 0.48 倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 0.07 倍、0.03 倍和 1.78 倍；2015 年，公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数为 0.82 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期中期票据保障能力弱。

总体看，公司本期中期票据发行规模较大，且到期一次性偿付本金，公司面临一定的集中兑付压力，基于常德市政府出具的回款安排，并考虑到常德市地区经济较高的发展增速及对公司的的大力支持，本期中期票据到期不能偿付的风险较低。

十、结论

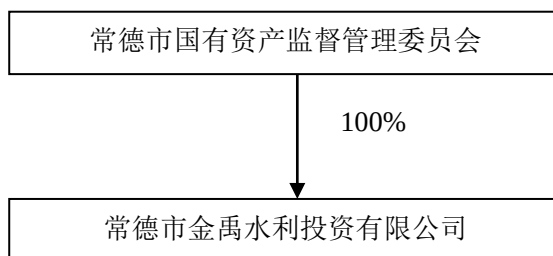
公司作为常德市主要的水利工程项目建设企业，在常德市域内拥有较强的行业垄断地位，在区域经济发展环境和政府支持等方面具备突出优势。同时，联合资信也关注到公司市政项目回款质量差、关联方占款规模大、未来资本性支出压力较大对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

近年来，公司资产规模快速增长，资产构成中，应收账款、存货、生产性生物资产和固定资产占比高，公司整体资产质量一般。同时，

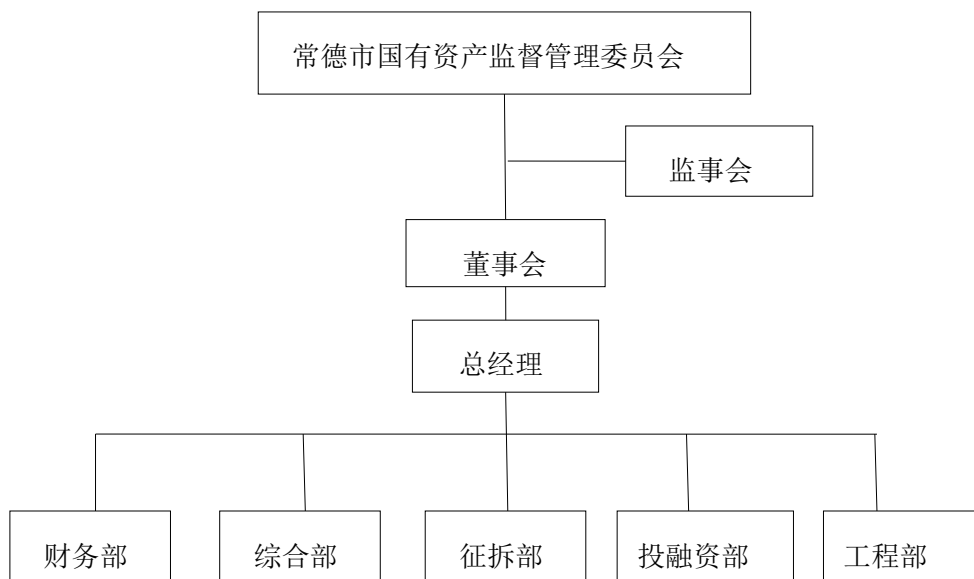
随着公司市政建设项目投入不断增加，政府回款质量差，公司偿债压力大。公司总体盈利能力弱。考虑到未来相关政府回购资金的陆续到位，公司长期偿债能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.59	36.95	53.23	39.41
资产总额(亿元)	89.56	120.46	204.02	248.59
所有者权益(亿元)	65.88	73.39	96.19	97.28
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	16.41	22.41	47.62	50.30
全部债务(亿元)	16.41	22.41	47.62	50.30
调整后全部债务(亿元)	21.41	46.38	106.25	144.76
营业收入(亿元)	6.02	6.93	11.66	2.71
利润总额(亿元)	1.58	1.71	2.51	1.09
EBITDA(亿元)	3.29	3.34	4.77	--
经营性净现金流(亿元)	-1.64	-5.01	8.23	0.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.01	0.45	0.54	--
存货周转次数(次)	0.17	0.18	0.28	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	51.46	0.00
营业利润率(%)	26.50	24.96	21.61	40.86
总资本收益率(%)	2.42	2.10	2.05	--
净资产收益率(%)	2.15	2.06	2.24	--
长期债务资本化比率(%)	19.94	23.39	33.11	34.08
全部债务资本化比率(%)	19.94	23.39	33.11	34.08
调整后全部债务资本化比率(%)	24.53	38.72	52.49	59.81
资产负债率(%)	26.44	39.07	52.85	60.87
流动比率(%)	2555.06	13040.96	9760.94	3061.80
速动比率(%)	1399.86	8415.90	7689.23	2504.24
经营现金流流动负债比(%)	-72.51	-726.84	520.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	6.70	9.99	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.51	13.87	22.29	--

注：1. 2016 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 将长期应付款中有息债务计入调整后全部债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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 4-1 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 1111 较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 常德市金禹水利投资有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

常德市金禹水利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，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

常德市金禹水利投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对常德市金禹水利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，常德市金禹水利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常德市金禹水利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，如发现常德市金禹水利投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对常德市金禹水利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。

如常德市金禹水利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常德市金禹水利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常德市金禹水利投资有限公司联系，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。