

信用等级公告

联合[2017]1228 号

衡阳市滨江新区投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

衡阳市滨江新区投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

衡阳市滨江新区投资有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一七年七月二十四日

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>

2017 年衡阳市滨江新区投资有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

担保方主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：15.30 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：本息全额无条件不可撤销连带责任
保证担保

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年
每年偿还债券本金的 20%

评级时间：2017 年 7 月 24 日

主要财务数据

发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	52.05	87.15	129.07
所有者权益（亿元）	33.37	46.60	53.98
长期债务（亿元）	9.80	24.82	45.37
全部债务（亿元）	14.00	29.06	52.00
营业收入（亿元）	3.25	6.80	7.32
净利润（亿元）	1.00	2.52	2.56
EBITDA（亿元）	1.00	2.52	2.83
经营性净现金流（亿元）	-17.02	-20.37	-14.41
营业利润率（%）	16.67	16.12	16.63
净资产收益率（%）	--	6.30	5.08
资产负债率（%）	35.89	46.53	58.18
全部债务资本化比率（%）	29.55	38.41	49.07
流动比率（倍）	5.88	5.97	6.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.05
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.07	0.16	0.18

担保方

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	63.24	77.06	121.04
所有者权益合计（亿元）	54.31	57.98	82.69
营业收入（亿元）	6.95	10.68	14.63
净利润（亿元）	2.67	4.45	5.29
经营性净现金流（亿元）	2.54	2.31	0.90
资产负债率（%）	14.12	24.76	31.68

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；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“滨江投资”或“公司”）的评级反映了公司作为衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设和投融资主体，在区域经济、政府支持等方面具备的突出优势。公司主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地开发整理业务，业务上具有区域专营性。同时联合评级也关注到，公司自身盈利能力偏弱、债务规模快速增长以及经营活动现金净流入持续为负等因素给公司信用水平带来的不利影响。

近年来，衡阳市经济持续增长，财政实力较强，预计公司将继续获得市政府多方面的有力支持。随着衡阳市滨江新区逐步建设发展，公司代建的城市基础设施建设及土地整理业务不断增多，公司收入水平有望继续增长，有助于支撑公司的整体偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

中合中小企业融资担保股份有限公司为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。同时，债项分期还款的设置有效降低了公司集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券每年拟偿还本金覆盖能力强。

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

优势

1. 衡阳市区域经济持续发展，财政收入水平提升，为公司发展创造了良好的外部环境。

2. 公司作为滨江新区唯一的的基础设施建设主体，自成立以来获得了政府的持续支

持。

3. 随着滨江新区未来进一步发展，公司代建的城市基础设施建设及土地开发整理业务收入有望获得持续增长。

4. 中合中小企业融资担保股份有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券本息偿还的安全性。同时，本期债券的分期偿还条款有利于减轻公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产中存货占比较大，且存货以流动性较弱的开发成本和土地使用权为主，对公司资产流动性造成影响。

2. 近年来公司债务规模快速扩张，债务负担持续加重，本期债券发行额度大，对公司现有债务影响较大。

3. 公司未来投资规模大，可能面临一定的对外融资压力。

4. 募投项目产生的总收入不能覆盖本期债券本金，且项目收益实现进度受工程施工及竣工时间影响较大，项目收入取得的时点存在一定不确定性。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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）

Http: //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衡阳市滨江新区投资有限公司提供，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，未因衡阳市滨江新区投资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。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、评级人员与衡阳市滨江新区投资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。

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，联合评级将对衡阳市滨江新区投资有限公司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：



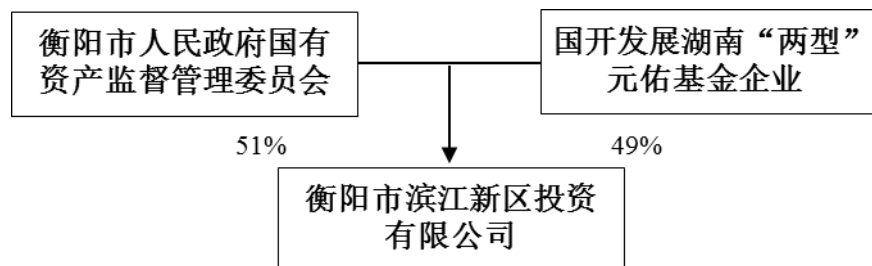
一、主体概况

衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“公司”或“滨江投资”）是衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）为理顺滨江新区建设运营机制而设立的国有独资公司。公司成立于 2013 年 9 月，初始注册资本 2,000.00 万元，衡阳市国资委履行出资人职责。

2013 年 11 月，根据衡阳市国资委出具的《出资人决议》，增加公司注册资本 8,000.00 万元，出资方式为货币资金，增资后公司的注册资本为 1.00 亿元。2014 年 7 月，衡阳市国资委与国开发展湖南“两型”元佑基金企业（有限合伙）（以下简称“元佑基金”）签订《衡阳市滨江新区投资有限公司增资扩股协议书》（以下简称“《增资扩股协议书》”）。2014 年 12 月，公司召开股东会会议并形成决议：新增注册资本 2.00 亿元，增资后公司注册资本由 1.00 亿元增加至 3.00 亿元，分别由衡阳市国资委和元佑基金认缴，出资方式均为货币资金，其中衡阳市国资委认缴 5,300.00 万元，元佑基金认缴 14,700.00 万元。调整后持股比例为衡阳市国资委持股 51%，元佑基金持股 49%。根据《增资扩股协议书》，元佑基金投资期限 5 年（自 2014 年起），投资期满，衡阳市国资委应受让元佑基金所持股份，以实现元佑基金顺利退出。

截至 2016 年底，公司注册资本 3.00 亿元，股东分别为衡阳市国资委（持股 51%）和元佑基金（持股 49%），衡阳市国资委为公司实际控制人。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：以自有资金投资旅游、体育、文化、养老等项目的建设和管理，投资水利设施、城市基础设施、市容环境建设和管理，投资住宿业、餐饮业、娱乐业、美容美发业、科学技术研究业（不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；征地拆迁、旧城改造、房地产开发及经营。（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 2016 年底，公司下设工程部、审计部、财务融资部、经营策划部等 9 个职能部门（详见附件 1），拥有 4 家一级子公司。公司在职员工共计 86 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 129.07 亿元，负债总额 75.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.98 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.92 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.32 亿元，净利润（含少数股东损益）2.56 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.75 亿元。

公司地址：衡阳市珠晖区湘江东路 95 号；法定代表人：肖斌。

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15.30亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券名称为“2017年衡阳市滨江新区投资有限公司公司债券”，期限7年，采用固定利率形式，每年付息一次，分次还本，在债券存续期第3年至第7年每年偿还20%的债券本金。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券计划募集资金 15.30 亿元，其中 9.30 亿元用于棚户区改造建设项目，6.00 亿元用于补充营运资金，具体用途及金额如下表。

表 1 本期债券募集资金投向情况表（单位：万元，%）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
滨江新区东山棚户区改造项目	126,387.06	70,000.00	55.39
滨江新区粤新棚户区改造项目	40,407.50	23,000.00	56.92
补充营运资金	--	60,000.00	--
合计	166,794.56	153,000.00	--

资料来源：公司提供

（1）滨江新区东山棚户区改造项目

滨江新区东山棚户区改造项目位于衡阳市珠晖区和平乡东山村，建设内容主要包括对棚户区范围用地征地拆迁安置，安置房建设和小区道路、绿化、水电以及其他配套设施建设。项目规划总用地面积约合 580.70 亩，共计安置 2,708 户，安置总人数约 10,155 人。安置房建设用地 161.00 亩，规划总建筑面积为 386,295.80 平方米，总计容建筑面积 340,081.30 平方米，其中安置房面积 311,318.93 平方米，配套商业用房 28,762.37 平方米；不计容面积地下人防、车库建筑面积 46,214.50 平方米。绿化景观 38,824.00 平方米、配套道路及广场 2,847.40 平方米。地下停车位 2,167 个。

资金来源

滨江新区东山棚户区改造项目总投资 12.64 亿元，其中募集资金 7.00 亿元，5.64 亿元为企业自筹资金。

项目审批情况

滨江新区东山棚户区改造项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 2 滨江新区东山棚户区改造项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
衡阳市城乡规划局	《关于滨江新区东山和粤新两个棚户区改造项目的规划选址意见》（衡规函 2015[21]号）
衡阳市国土资源局	《关于衡阳市滨江新区东山棚户区改造项目的用地预审意见》（衡国土资函[2015]16 号）
衡阳市环境保护局	关于《衡阳市滨江新区东山棚户区改造项目环境影响报告书》的批复（衡环发[2015]241 号）

衡阳市发展和改革委员会	关于《衡阳市滨江新区投资有限公司东山棚户区改造项目节能评估报告书》的审查意见（衡发改环资[2015]57号）、关于衡阳市滨江新区东山棚户区改造建设项目可行性研究报告的批复（衡发改投[2014]86号）、关于变更衡阳市滨江新区东山棚户区改造项目建设内容、建设规模及总投资等的批复（衡发改投[2015]115号）
-------------	--

资料来源：公司提供

项目进度情况

滨江新区东山棚户区改造项目建设工期 36 个月，已于 2016 年 3 月开工，截至 2016 年底，项目正在办理前期手续。

经济效益

根据《衡阳市滨江新区投资有限公司滨江新区东山棚户区改造项目可行性研究报告》，该项目可实现收入 107,091.53 万元。其中，安置房销售收入 99,622.06 万元，配套商业销售出租收入 4,483.48 万元，停车位出租收入 2,985.99 万元。扣除经营成本及相关税费后可用于偿债的经营净现金流入 100,495.59 万元，项目财务内部收益率-2.04%，按此计算的项目投资回收期为 8.44 年（含建设期）。

（2）滨江新区粤新棚户区改造项目

滨江新区粤新棚户区改造项目位于衡阳市珠晖区粤新社区，建设内容主要包括对棚户区范围用地征地拆迁安置和土地报批，安置房建设和小区道路、绿化、水电以及其他配套设施建设。项目总占地面积约 390.00 亩，棚改总户数 650 户，安置总人数约 2,087 人；安置小区建设用地 108.00 亩，规划总建筑面积 106,805.86 平方米，总计容建筑面积 93,568.86 平方米，其中：普通安置房面积 65,000.00 平方米，改善性安置房 13,000.00 平方米，配套服务性用房 15,568.86 平方米；并配套电气、给排水、广场绿化等相关基础设施，其中：公共绿化面积 10,085.00 平方米，小区配套道路及社区休闲广场 8,152.00 平方米；地下停车位 440 个。

资金来源

滨江新区粤新棚户区改造项目总投资 4.04 亿元，其中募集资金 2.30 亿元，企业自筹资金 1.74 亿元。

项目审批情况

滨江新区粤新棚户区改造项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 3 滨江新区粤新棚户区改造项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
衡阳市城乡规划局	《关于滨江新区东山和粤新两个棚户区改造项目的规划选址意见》（衡规函 2015[21]号）
衡阳市国土资源局	《关于衡阳市滨江新区粤新棚户区改造项目的用地预审意见》（衡国土资函[2015]17号）
衡阳市发展和改革委员会	关于衡阳市滨江新区投资有限公司粤新棚户区改造项目节能评估报告书的审查意见（衡发改环资[2015]31号）、关于衡阳市滨江新区粤新棚户区改造项目可行性研究报告的批复（衡发改投[2015]73号）
衡阳市环境保护局	关于《衡阳市滨江新区粤新棚户区改造项目环境影响报告表》的意见（衡环评[2015]037号）

资料来源：公司提供

项目进度情况

滨江新区粤新棚户区改造项目建设工期 36 个月。项目已于 2015 年 10 月开工，截至 2016 年底，项目正在办理前期手续。

经济效益

根据《衡阳市滨江新区投资有限公司滨江新区粤新棚户区改造项目可行性研究报告》，该项目可实现收入 28,547.02 万元，其中，安置房销售收入 25,480.00 万元，配套商业出租收入 2,426.87 万元，停车位出租收入 640.15 万元。扣除经营成本及相关税费后可用于偿债的经营净现金流入 28,034.67 万元。项目财务内部收益率-5.65%，按此计算的项目投资回收期为 8.43 年（含建设期）。

三、行业分析

公司是衡阳市滨江新区的基础设施建设主体，属于城市基础设施建设行业。

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，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政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

总体看，城市基础设施建设对于促进国民经济及地区经济快速健康发展等有着积极的作用，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中至关重要。

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在

建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

总体看，《43 号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

总体看，中国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发展的重点之一，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

4. 区域经济

(1) 衡阳市区域经济

根据《衡阳市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，衡阳市全年实现地区生产总值（GDP）2,853.02亿元，按可比价格计算，增长7.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值39,020元，增长8.0%。第一产业实现增加值430.61亿元，增长3.5%；第二产业实现增加值1,184.78亿元，增长6.4%；第三产业实现增加值1,237.62亿元，增长11.1%，全市三次产业结构为15.1：41.5：43.4。第三产业比重比上年提高3.2个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为35.7%，比上年下降3个百分点；高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为13.3%，比上年提高0.9个百分点；非公有制经济增加值1,787.01亿元，增长11.8%，占地区生产总值的比重为62.6%。第一、二、三产业对全市经济增长贡献率分别为6.8%、36.4%和56.8%。

2016年，全市固定资产投资（不含农户）2,282.18亿元，增长13.8%。其中，城镇和非农户固定资产投资2,131.34亿元，增长14.3%；国有投资860.80亿元，增长37.1%。年内新开工项目个数3,404个，增长6.9%。

2016年，全市工业固定资产投资813.25亿元，增长1.6%。其中，工业技术改造投资413.05亿元，下降21.9%，工业投资占固定资产投资的比重为35.6%；制造业投资681.07亿元，下降3.5%；电力、燃气及水的生产供应业投资75.63亿元，增长66.2%；全市基础设施投资585.24亿元，增长33.4%。其中，交通运输、水利设施、民生、卫生和社会工作投资分别增长34.6%、34.0%、72.7%、42.7%。全市2016年施工项目共有4,170个，本年投产项目3,112个。亿元以上项目468个，完成投资751.50亿元，占全部投资的比重为32.9%。民间投资1,324.13亿元，下降2.4%。全市房地产投资完成150.84亿元，增长7.1%。商品房销售面积506.83万平方米，增长35.0%。

总体看，衡阳市地区生产总值与固定资产投资有所增长，为公司提供良好的发展平台和经济支持。

(2) 衡阳市财政收入

根据《衡阳市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016年，全市一般公共预算收入277.96亿元，增长6.0%；其中，税收收入87.91亿元，下降4.0%；非税收入116.76亿元，增长18.3%。上划中央收入56.95亿元，增长0.9%；上划省级收入16.35亿元，增长6.2%。一般公共预算支出541.36亿元，增长10.0%。

2016年，衡阳市本级地方综合财力309.40亿元，同比下降2.36%。衡阳市本级财政中一般公共预算收入占39.69%，转移支付和税收返还收入占24.52%，国有土地使用权出让收入占34.51%。

衡阳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2016年底，衡阳市政府全部债务余额221.82亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），较上年底债务余额（224.65亿元）下降1.26%，债务率为71.69%，较上年略有增加（2015年为70.89%）。

表4 截至2016年底衡阳市本级地方政府财力债务状况（单位：万元）

地方债务（截至2016年12月31日）	金额	地方财力（2016年度）	金额
（一）直接债务余额	2,174,722.76	（一）地方一般公共预算本级收入	1,227,878
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	507,903
2、国际金融组织贷款	19,167.75	2、非税收入	719,975
（1）世界银行贷款	6.51	（二）转移支付和税收返还收入	758,768
（2）亚洲开发银行贷款	8,473.59	1、一般性转移支付收入	387,062

(3) 国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	279,015
(4) 其他国际金融组织贷款	10,687.65	3、税收返还收入	92,691
3、国债转贷资金	--	(三) 国有土地使用权出让收入	1,067,709
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	1,039,257
5、解决地方金融风险专项借款	--	2、国有土地收益基金	23,818
6、国内金融机构借款	165,289.54	3、农业土地开发资金	4,634
(1) 政府直接借款	28,689.54	4、新增建设用地有偿使用费	--
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	136,600	(四) 预算外财政专户收入	39,667
7、债券融资	1,977,158		--
(1) 中央代发地方政府债券	1,836,075		--
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	141,083		--
8、粮食企业亏损挂账	--		--
9、向单位、个人借款	--		--
10、拖欠工资和工程款	12,169		--
11、其他	938.47		--
(二) 担保债务余额	86,887.23		--
1、政府担保的外国政府贷款	--		--
2、政府担保的国际金融组织贷款	--		--
(1) 世界银行贷款	--		--
(2) 亚洲开发银行贷款	--		--
(3) 国际农业发展基金会贷款	--		--
(4) 其他国际金融组织贷款	--		--
3、政府担保的国内金融机构借款	74,388		--
4、政府担保的融资平台债券融资	--		--
5、政府担保向单位、个人借款	--		--
6、其他	12,499.23		--
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	2,218,166.38	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	3,094,022
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		71.69%	

资料来源：衡阳市财政局

(3) 滨江新区概况

滨江新区现规划总面积 12.8 平方公里，总用地面积约 19,200 亩，可开发用地约 7,900 亩。项目位于珠晖区北部，规划范围北至衡大高速，东至新城路，南至船山东路，西邻湘江，以及新城路以东与三环东路以西地块。滨江新区拟打造为区域经济文化中心和“国家级旅游度假区”，是衡阳实施全域旅游战略的重要载体，规划建设成为集旅游、文化、休闲、运动、养生、商贸为一体的“南岳衡山国家级旅游度假区”。

滨江新区已启动一期 8.8 平方公里区域建设，共规划 23 条主次干道、2 座跨水大桥（不含湘江过江隧道）、5 个安置房，1 个大型生态公园和 1 个湿地公园，项目总投资约 130 亿元。目前，新区来水以北路网已成规模，风光带完成土方施工，安置房累计开工 40 栋，封顶 26 栋，公园项目也在建设之中。

总体看，衡阳市财政实力有所增长，地方政府债务水平较高；滨江新区拟打造为区域经济文化中心和“国家级旅游度假区”。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司负责衡阳市滨江新区规划范围内资源的开发、建设、管理及运营和市重点项目建设，在滨江新区规划范围内基础设施建设和土地整理等方面具有区域专营性。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 129.07 亿元，负债总额 75.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.98 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.32 亿元，净利润（含少数股东损益）2.56 亿元。

总体看，公司业务具有一定的区域专营性，且资产与收入规模较大。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司拥有董事、监事以及高级管理人员 13 人。

公司董事长肖斌，1971 年 9 月出生，汉族，本科学历。历任衡阳市珠晖区区委常委、宣传部长，衡阳市滨江新区投资有限公司董事，珠晖区东阳渡镇党委书记，珠晖区财政局副局长兼珠晖区城市建设投资管理有限公司总经理，现任公司董事长、法人代表。

公司总经理白一峰，1963 年 11 月出生，汉族，本科学历。历任湖南省衡阳市公安局一科侦察员、衡阳市委组织部干部三科科长、衡阳县组织部部长、衡阳县委副书记、衡阳县县长、衡阳市蒸湘区委书记，现任公司总经理。

截至 2016 年底，公司拥有在岗员工 86 人。按学历构成划分，公司员工中大专及以上学历 75 人，高中及中专学历 11 人。按年龄构成划分，30 岁以下的 34 人，30 至 50 岁的 35 人，50 岁以上的 17 人。

总体看，公司人员素质及构成能满足日常工作需要。

3. 外部支持

资金注入

近年来，公司经过数次增资，截至 2016 年底，公司注册资本 3.00 亿元。

2015 年，公司收到中国农发重点建设基金有限公司对滨江新区耒水以南堤防工程投资款 0.18 亿元；同期，公司收到国开发展基金有限公司投资款 0.46 亿元。上述投资均计入“资本公积”科目。

2014~2016 年，公司分别收到衡阳市财政局拨付 1.90 亿元、10.00 亿元和 5.00 亿元，计入“资本公积”科目。

资产划拨

2013 年，根据衡阳市人民政府衡政函【2013】212 号文，衡阳市人民政府于 2013 年 12 月将珠晖区酃湖乡上托村等 5 宗地块土地划拨至公司，价值共计 12.13 亿元，计入“存货”和“资本公积”科目。

2014 年，根据衡阳市人民政府文件，衡阳市人民政府将位于衡阳市珠晖区东阳渡镇人民村、和平乡五四村，蒸湘区雨母山乡二塘村及雁峰区岳屏镇水东村、跃进农场的 7 宗出让用地总共 56.89 万平方米划拨至公司，价值共计 15.09 亿元，土地类型为商服用地，计入“存货”和“资本公积”科目。

政策支持

根据中共衡阳市委、衡阳市人民政府于 2015 年 3 月出具的《关于进一步支持来雁新城、滨江新区加快发展的意见》，明确投资补偿资金来源具体包括：（1）新区规划范围内所有市级土地出让收益；（2）自 2014 年起，未来 10 年内新区规划范围内项目建设、土地交易、开发、房产交易等环节所产生的行政事业性收费、报建规费及各部门专项收费等，属于市级留成部分的（按政策规定不能减免的除外）全额安排用于新区开发建设；（3）自 2014 年起，未来 10 年内，原有纳税人所缴纳的税收，市、区分成比例不变，市享部分全部安排用于新区建设；新区新增落户企业、招商引资投资新区基础设施的企业等增量税收地方留成，其中不少于 10% 安排给所在城区人民政府，其余部分由市财政全额安排给新区，支持新区建设；（4）新区规划范围内项目争取到的中央、省预算内投资及各类资金，由新区按照有关政策全部用于相应项目。

政府补贴

2014~2016 年，公司分别收到市财政局拨付的政府补助 0.50 亿元、1.50 亿元和 1.70 亿元，计入“营业外收入”科目。

总体看，公司作为滨江新区唯一的基础设施建设和投融资主体，得到了市政府在资金注入、资产划拨、财政补贴和政策等方面的大力支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规和《衡阳市滨江新区投资有限公司增资扩股协议书》，制定公司章程。

公司设立股东会，由全体股东组成，是公司最高权力机构，依法行使职权。

公司设立董事会，成员 5 名，其中衡阳市国资委委派 2 名，元佑基金委派 2 人，再聘请 1 名职工代表董事；董事任期三年，可以连任。董事会设董事长 1 名，由衡阳市国资委提名，由董事会选举产生。公司董事会负责召集股东会会议、执行股东会决议等。

公司设监事会，成员 3 人，其中衡阳市国资委委派 1 名，元佑基金委派 1 名，职工监事 1 名，监事任期三年，可以连任；监事会设主席 1 人，由元佑基金委派监事担任。公司监事行使检查公司财务，对公司董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 人，总经理对董事会负责，任期三年，可以连任。公司总经理行使主持公司生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划与投资方案等职责。

总体看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

目前公司下设工程部、审计部、财务融资部、经营策划部等 9 个职能部门，各部门分工明确。

工程管理方面，公司为规范建设工程项目管理，完善工程建设计量程序，健全招标采购流程，制定了一系列完整的管理制度，包括《工程建设计量程序规定》、《工程建设项目变更程序规定》、《工程款及合同款支付流程》和《招标及采购管理办法》等。

人事管理方面，公司在人事管理、公司招聘、学习培训、继续教育、员工奖惩、考勤管理、员工离职及人事档案管理等管理上做到有章可循。

财务管理方面，公司执行《中华人民共和国会计法》、《企业会计制度》和《国有建设单位会

计制度》等法律法规，具体负责组织公司的财务管理与会计核算，负责制定公司财务收支计划、内部财务管理制度及规定，考核、分析财务计划执行情况，监督检查内部各级财务运作和资金收支情况。

日常办公方面，公司结合自身实际情况，建立健全的日常制度，公司制定了《车辆管理制度》、《办公设备和办公用品管理制度》、《公务接待管理制度》、《日常办公行为规范》等。

总体看，公司建立的管理制度可基本满足公司日常经营管理的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设和投融资主体，主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地整理业务。

2014~2016 年，公司营业收入快速增长，分别为 3.25 亿元、6.80 亿元和 7.32 亿元，当年确认的收入均已实现回款。公司营业收入包括基础设施建设收入和土地整理收入，2016 年分别占比 52.20%和 47.80%。2014~2016 年，土地整理业务实现收入分别为 3.25 亿元、3.67 亿元和 3.50 亿元；2014 年，公司无基础设施建设收入，2015~2016 年，公司基础设施建设收入分别为 3.14 亿元和 3.82 亿元。

毛利率方面，因公司与市政府约定的项目利润比例不变，2014~2016 年公司业务综合毛利率无变化，均为 16.67%。

表 5 2014~2016 年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务类型	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	3.25	100	16.67	3.67	53.91	16.67	3.50	47.80	16.67
基础设施建设	--	--	--	3.14	46.09	16.67	3.82	52.20	16.67
合计	3.25	100	16.67	6.80	100.00	16.67	7.32	100.00	16.67

资料来源：公司审计报告

注：公司各业务板块营业收入相加数与合计数存在误差系四舍五入所致

总体看，公司主营业务为滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地整理业务，近年来营业收入不断增长，毛利率水平保持不变。

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

公司受衡阳市人民政府委托负责衡阳市滨江新区范围内城市基础设施项目建设。

根据公司与衡阳市人民政府签订的《滨江新区基础设施建设协议书》，公司负责项目投资建设，根据每年确认的投资额，衡阳市财政局按照 20%加成比例向公司支付工程款。公司项目建设资金投入时计入“存货”；根据年度结算金额确认收入并结转成本，结算款每年结清。公司收到的回笼资金体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

随着衡阳城市建设步伐加快，公司承担的工程建设项目不断增加，近年来公司重点施工的项目包括耒水大桥、滨江新区沿江风光带、滨江新区江东安置房工程等项目。2015~2016 年，公司基础设施建设投资分别为 14.10 亿元和 11.30 亿元，实现收入分别为 3.14 亿元和 3.82 亿元，毛利率均为 16.67%。

总体看，随着衡阳城市建设步伐加快，公司基础设施建设投资保持较大规模，收入不断增长，毛利率由于协议约定保持不变。

（2）土地整理

公司对衡阳市滨江新区范围内的土地进行一级开发，根据公司与衡阳市财政局、国土局签订的《合作开发土地协议》，公司在完成土地整理之后，衡阳市财政局将按照成本加成 20%比例向公司支付费用。土地整理业务账务处理与基础设施建设业务处理方式一致。

公司自成立以来，主要代政府实施拆迁平整项目包括湘江风光带、五四安置房等。2014~2016 年，公司土地整理投资分别为 3.16 亿元、15.35 亿元和 10.43 亿元，实现收入分别为 3.25 亿元、3.67 亿元和 3.50 亿元（未达到收入确认条件的投资额反应在“存货”科目），毛利率均为 16.67%。

总体看，公司负责衡阳市滨江新区范围内的土地一级开发，土地整理投资规模与收入呈波动增长态势，毛利率保持不变。

3. 在建工程与拟建项目情况

公司未来在建及拟建项目主要包括衡阳市耒水以南和以北基础设施建设项目、滨江新区土地整理项目等，预计总投资 274.28 亿元。截至 2016 年底，公司已完成投资 52.98 亿元。2017~2019 年公司尚需投资金额较大，项目均需垫资建设且建设周期较长，公司未来存在较大的对外融资压力。

表 6 截至 2016 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	建设周期	工程完工进度	截至 2016 年底已完成投资金额	未来三年拟投资		
					2017 年	2018 年	2019 年
耒水以南基础设施项目	10.00	2014~2019	尚在建设中	1.00	2.00	4.00	3.00
耒水以北基础设施项目	55.00	2014~2019	尚在建设中	14.70	10.00	15.30	15.00
衡阳市滨江新区五四安置房工程	10.00	2015~2017	尚在建设中	9.00	1.00	--	--
酃湖公园及周边市政道路	22.00	2015~2019	尚在建设中	6.30	5.00	5.70	5.00
衡阳市滨江新区江东安置房工程	10.60	2016~2018	尚在建设中	1.36	4.00	--	--
滨江新区土地整理项目	150.00	长期	部分土地处于平整阶段	20.32	10.00	15.00	15.00
滨江新区东山棚户区改造项目	12.64	2016~2018	目前正在办理前期手续	0.30	6.34	6.00	--
滨江新区粤新棚户区改造项目	4.04	2016~2018	目前正在办理前期手续	--	3.00	1.04	--
合计	274.28	--	--	52.98	41.34	47.04	38.00

资料来源：公司提供

总体看，公司未来在建拟建项目投资金额较大，存在较大的资金支出压力。

4. 经营效率

2015¹~2016 年，公司存货周转率分别为 0.12 次和 0.07 次，总资产周转率分别为 0.10 次和 0.07 次，流动资产周转率分别为 0.10 次和 0.07 次，均有所下降，主要系存货大幅增长所致。

总体看，公司经营效率一般。

5. 经营关注

较大的资金支出压力

2017~2019 年，公司尚需投资金额较大，项目均需垫资建设且建设周期较长，公司未来存在较大的对外融资压力。

城投公司与地方政府信用关联性有所弱化

随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。

七、财务分析

公司提供了 2014~2016 年三年连审财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2014~2016 年，公司合并范围有所变化，2015 年，公司新设并表子公司衡阳滨江园林绿化工程有限公司和衡阳市博诚物业管理有限公司（衡阳市博诚物业管理有限公司因 2015 年手续未办完，未纳入 2015 年合并范围，于 2016 年并表）；2016 年，公司新设并表子公司衡阳市滨江文化旅游投资有限公司，同时，收购了衡阳市灵芝山庄有限公司（二级子公司）。考虑到新增子公司资产规模小且无营业收入，公司财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 129.07 亿元，负债总额 75.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.98 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.92 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.32 亿元，净利润（含少数股东损益）2.56 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.75 亿元。

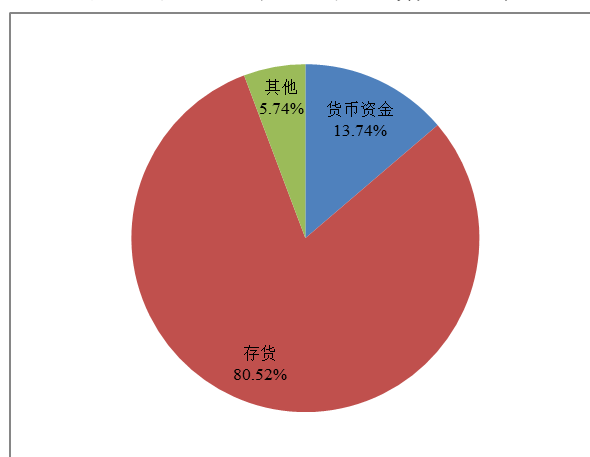
1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 57.47%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2016 年底，公司资产总额 129.07 亿元，其中流动资产占 98.49%，非流动资产占 1.51%。公司资产构成以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 56.29%。截至 2016 年底，公司流动资产 127.13 亿元，主要由货币资金（占 13.74%）、预付款项（占 4.98%）和存货（占 80.52%）构成。

¹ 公司 2014 年经营指标由于无 2013 年财务数据无法计算

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 344.08%。截至 2016 年底，公司货币资金 17.47 亿元，较年初增长 228.66%，主要系公司当年银行借款增加所致，公司货币资金均为银行存款。截至 2016 年底，货币资金使用受限资金 6.40 亿元，受限比率 36.63%。

2014~2016 年，公司预付款项大幅下降，年均复合下降 45.12%。其中 2015 年底较 2014 年底下降主要系部分预付工程款项转入“存货”所致；截至 2016 年底，公司预付款项 6.33 亿元，较年初下降 50.27%，主要系预付的土地出让金转入“存货”所致。公司预付款项中占比较大的有预付衡阳市国土资源局土地出让金 3.95 亿元、预付衡阳市珠晖区滨江新区项目建设指挥部拆迁款 1.22 亿元和预付衡阳市广衡塑胶电器有限公司拆迁改制款 0.66 亿元等。

2014~2016 年，公司存货规模逐年大幅增长，年均复合增长 89.44%。其中 2015 年底较 2014 年底大幅增长主要系政府注入较多土地以及部分代建项目由“预付款项”转入所致。截至 2016 年底，公司存货 102.37 亿元，较年初增长 48.65%，主要系公司工程支出及购入土地所致。公司存货中基础设施建设项目 20.41 亿元、土地整理开发成本 21.09 亿元、政府注入以及公司自购土地使用权 60.74 亿元。存货中用于银行借款抵押的土地使用权账面价值 25.83 亿元，抵押比率为 42.53%。

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 2,137.46%。截至 2016 年底，公司非流动资产 1.94 亿元，主要由长期应收款（占 85.89%）和无形资产（占 9.68%）构成。

2014~2015 年，公司无长期应收款。截至 2016 年底，公司长期应收款 1.67 亿元，主要为应收交通银行衡阳分行、平安信托和建信信托借款保证金。

2014~2015 年，公司无无形资产。截至 2016 年底，公司无形资产 0.19 亿元，为公司土地使用权。

公司所有权或使用权受到限制的资产主要包括其他流动资产（0.95 亿元）、货币资金（6.40 亿元）和存货（25.83 亿元），合计 33.18 亿元，占公司资产的 25.71%，占比一般。

总体看，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主。公司存货占比大，且存货中土地资产为抵押比例较高，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债总额逐年大幅增长，年均复合增长 100.51%，截至 2016 年底，公司负债为 75.10 亿元，较年初增长 85.18%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。截至 2016 年底，

公司流动负债和非流动负债分别占 24.81%和 75.19%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长 45.11%。截至 2016 年底，公司流动负债 18.63 亿元，以短期借款（占 11.86%）、应付账款（占 39.84%）、其他应付款（占 23.84%）和一年内到期的非流动负债（占 23.71%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 25.67%。截至 2016 年底，公司短期借款 2.21 亿元，较年初下降 44.75%，全部为质押借款。

截至 2016 年底，公司应付账款 7.42 亿元，较年初增长 35.33%，主要为应付衡阳铁程投资有限公司工程款。

2014~2016 年，公司其他应付款保持相对稳定。截至 2016 年底，公司其他应付款 4.44 亿元，主要为应付衡阳市财政局、衡阳市城投置业有限公司往来款。

表 7 2016 年底公司其他应付款大额明细（单位：万元，%）

往来单位	金额	占比	款项性质
衡阳市财政局	22,658.75	51.01	往来款
衡阳市城投置业有限公司	21,033.30	47.35	往来款
衡阳市城市建设投资有限公司	329.69	0.74	往来款
湖南阿尔法电梯工程有限公司	114.03	0.26	保证金
合计	44,135.77	99.36	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 0.20 亿元、0.24 亿元和 4.42 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 139.67%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 56.47 亿元，其中长期借款、长期应付款和专项应付款分别占 80.35%、16.45%和 3.20%。

由于公司在建项目持续投入，为满足工程建设资金需要，2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 115.17%，截至 2016 年底，公司长期借款 45.37 亿元，较年初增长 82.83%。公司长期借款中抵押借款 11.79 亿元，质押借款 18.34 亿元，质押、保证借款 11.94 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款 9.29 亿元，系应付地方政府债券 9.15 亿元和应付国开发展基金有限公司 0.14 亿元。本报告已将其计入长期债务。

截至 2016 年底，公司专项应付款 1.80 亿元，较年初增加 1.77 亿元，主要系收到棚改专项资金和省级保障性安居工程专项资金所致。

2014~2016 年，公司全部债务快速增长，三年分别为 14.00 亿元、30.17 亿元和 61.29 亿元。2014~2016 年，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均快速上涨，截至 2016 年分别为 58.18%、50.31%和 53.17%，较 2015 年底分别增加 11.65 个百分点、14.56 个百分点和 13.87 个百分点，公司债务负担不断加重，同时，考虑到元佑基金对公司的投资每年将获得一定投资收益并于投资期满 5 年后出让给衡阳市国资委，公司实际债务负担高于上述测算值。

总体看，近三年公司债务规模快速增长，以长期债务为主，债务负担较重。未来公司投资规模较大，预计公司债务规模将继续上升。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 27.18%，主要系资本公积增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 53.98 亿元，较年初增长 15.84%；其中归属于母公司所有者权益 53.92 亿元，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 5.56%、资本公积占 83.03%、盈余公积占

1.17%、未分配利润占 10.23%。

由于公司持续收到财政拨款和注入土地，2014~2016 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 23.99%。截至 2016 年底，公司资本公积 44.77 亿元，较年初增长 12.57%。

总体看，受益于政府支持力度较大，公司所有者权益快速增长。

3. 盈利能力

公司营业收入包括基础设施建设收入和土地整理收入。2014~2016 年公司实现营业收入分别为 3.25 亿元、6.80 亿元和 7.32 亿元，同期，公司营业成本等比例增长，分别为 2.70 亿元、5.67 亿元和 6.10 亿元。2014~2016 年，公司营业利润率分别为 16.67%、16.12%和 16.63%。

2014~2016 年，公司期间费用持续上升，分别为 420.15 万元、626.80 万元和 3,560.69 万元，主要由于公司债务规模扩大导致财务费用快速增长所致。2014~2016 年，公司费用收入比波动增长，分别为 1.29%、0.92%和 4.87%，公司费用控制能力尚可。

2014~2016 年，公司获得营业外收入分别为 0.50 亿元、1.50 亿元和 1.70 亿元，占利润总额的比例分别为 50.06%、150.17%和 170.29%，是公司利润的重要补充。

从盈利指标看，2015²~2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，主要系公司债务规模与所有者权益规模增长所致。2016 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 2.94%、2.61%和 5.08%。

总体看，公司营业收入快速增长，但整体盈利能力较弱，公司利润对政府补贴依赖性强。

4. 现金流

2014~2016年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长104.12%；其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为3.25亿元、6.80亿元和7.33亿元，为公司营业收入回笼资金；收到其他与经营活动有关的现金分别为4.78亿元、32.24亿元和26.09亿元，主要为收到的补贴收入、往来款和利息收入等，其中2015年较2014年大幅增长主要系往来款收回所致。2014~2016年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长38.20%，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为23.06亿元、40.55亿元和28.66亿元，主要系公司支付的工程款；同期，支付其他与经营活动有关的现金分别为1.98亿元、18.80亿元和19.06亿元，主要为支付的土地出让金和往来款。受项目持续投入与回笼资金在时间上不匹配影响，2014~2016年，公司经营活动现金流量净额持续为负，分别为-17.02亿元、-20.37亿元和-14.41亿元。2014~2016年，公司现金收入比分别为100.00%、100.00%和100.25%，公司收入实现质量较好。

公司投资活动现金规模较小，2014~2016年，公司无投资活动现金流入。同期，公司投资活动现金流出为少量购建固定资产、无形资产等支付的现金，主要是公司购买办公用品支出。2016年，公司投资支付的现金0.95亿元，为公司购买理财产品支出。2014~2016年，公司投资活动现金流量净额分别为-28.85万元、-18.76万元和-9,615.82万元。

2014~2016年，公司筹资活动现金流入量快速增长，三年分别为17.93亿元、31.90亿元和36.48亿元，主要由于股东注资和借款增加所致。2014年公司吸收投资收到的现金2.00亿元，为公司获得股东注资；2015年公司吸收投资收到的现金600.00万元，为下属子公司滨江园林成立时收到的其他股东出资。2014~2016年，公司借款所收到的现金分别为14.00亿元、20.14亿元和35.20亿元，主要为满足业务发展的需求，公司扩大借款规模所致；同期，收到的其他与筹资活动有关的现金

² 由于无 2013 年财务数据，2014 年指标无法统计。

分别为1.93亿元、11.76亿元和1.27亿元，主要为对公司的资本注入、地方政府债务置换以及保障性住房及棚户区改造专项资金。2014~2016年，公司筹资活动现金流出量快速增长，主要为偿还债务支付的本息。2016年公司支付其他与筹资活动有关的现金6.60亿元，为归还的农发基金借款和支付的借款保证金。2014~2016年，公司筹资活动现金流量净额分别为17.70亿元、24.80亿元和21.13亿元。

总体看，受公司项目持续投入且与回收资金不匹配影响，公司经营活动现金流量持续净流出；随着公司建设项目逐步推进，公司具有一定的对外融资压力。

5. 偿债能力

2014~2016年，公司流动比率持续上升，分别为5.88倍、5.97倍和6.82倍，主要系存货大幅增长所致；公司速动比率波动下降，分别为2.65倍、1.25倍和1.32倍，2015年大幅下降，主要系应付账款增加所致。同期公司经营现金流动负债比均为负值，公司经营性现金净流量短期债务没有保障能力，考虑到公司短期债务规模较小且货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

2014~2016年，公司EBITDA逐年上升，分别为1.00亿元、2.52亿元和2.83亿元，同时随着公司债务规模扩张，公司EBITDA全部债务比呈波动下降态势，三年分别为0.07倍、0.08倍和0.05倍；公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2016年底，公司共获得银行授信额度101.50亿元，尚有15.66亿元剩余额度未使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司无对外担保。

根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1043040500263710I），截至2017年6月26日，公司无未结清的不良类信贷信息记录；已结清信贷信息中含1笔欠息，为2015年10月20日由于银行系统无正确识别债券置换本息导致还款时系统将利息当做本金进行归还所致，相关银行就该笔逾期非公司责任已作出说明。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有待提升。基于对公司自身经营和财务风险和衡阳市区域及财力状况的综合判断等，公司整体抗风险能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行金额15.30亿元，相当于2016年底公司调整后长期债务和调整全部债务的27.99%和24.96%，对公司现有债务影响大。

截至2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为58.18%、53.17%和50.31%，以公司2016年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至62.61%、58.66%和56.45%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

本期债券拟于存续期的第3年至第7年每年偿还发行总金额的20%，即3.06亿元。2014~2016年，公司EBITDA分别为1.00亿元、2.52亿元和2.83亿元，分别为本期债券发行额度的0.07倍、0.16倍和0.18倍，分别为本期公司债券每年拟偿还本金的0.33倍、0.82倍和0.92倍；公司经营活动现金流入量分别为8.02亿元、39.04亿元和33.42亿元，分别为本期债券发行额度的0.52倍、2.55倍和2.18倍，

分别为本期公司债券每年拟偿还本金的2.62倍、12.76倍和10.92倍；2014~2016年，公司经营活动现金流量净额为负，对本期公司债券无保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期公司债券每年拟偿还本金覆盖能力强，同时，考虑到市政府对公司给予的大力支持以及本期债券募投项目未来可产生一定的现金流入，公司对本期债券的偿还能力尚可。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券偿债资金来源于公司经营收入和募投项目的未来收益，根据怀化市工程咨询中心出具的《衡阳市滨江新区投资有限公司滨江新区东山棚户区改造项目可行性研究报告》和《衡阳市滨江新区投资有限公司滨江新区粤新棚户区改造项目可行性研究报告》相关测算，募投项目运营期均为7年，运营期收入来源于项目安置房销售收入、配套商业和地下停车位出租收入。

募投项目中，滨江新区东山棚户区改造项目收入测算如下：

（1）安置房销售收入

该项目可供销售安置房面积 311,318.93 平方米，平均销售价格为 3,200.00 元/平方米，可形成销售收入 99,622.06 万元。

（2）配套商业出租收入

该项目可供出租配套商业面积 28,762.37 平方米，参考项目周边楼盘配套商业设施出租价并考虑市场接受程度，平均出租价格为 30 元/平方米/月，营业期内年出租率按照 70%、80%、90%、95%、98%进行估算，运营期 7 年内可形成出租收入 4,483.48 万元。

（3）停车位出租收入

该项目按 0.8 个/住户比例配置停车位，可供出租车位为 2,167 个，参照周边楼盘停车位出租价格并考虑市场接受程度，平均出租价格为 280 元/个/月，运营期内出租率按照 70%、80%、90%、95%、98%进行估算，运营期 7 年内可形成出租收入 2,985.99 万元。

滨江新区粤新棚户区改造项目收入测算如下：

（1）安置房销售收入

该项目住宅销售收入由普通安置房销售收入和改善型安置房销售收入构成。其中普通安置房住宅面积 65,000.00 平方米，平均销售价格为 3,200 元/平方米，可形成销售收入 20,800.00 万元；改善型安置房住宅面积 13,000.00 平方米，平均销售价格为 3,600 元/平方米，可形成销售收入 4,680.00 万元。运营期内可形成销售收入合计 25,480.00 万元。

（2）配套商业出租收入

该项目可租赁商业用房共计 15,568.86 平方米，参照项目区周边当前商业门面的租赁价格，结合项目实际情况，配套服务性用房租赁均价 30 元/平方米/月，运营期内年出租率分别按 70%、80%、90%、95%、98%进行计算，预计运营期内总收入 2,426.87 万元。

（3）停车位出租收入

该项目按 0.8 个/住户比例配置停车位，可供出租车位为 440 个，参照周边楼盘停车位出租价格并考虑市场接受程度，平均出租价格为 280 元/个/月，运营期内车位年出租率分别按 70%、80%、90%、95%、98%进行计算，预计运营期内总收入 640.15 万元。

基于以上测算，本期债券存续期内，募投项目各项收入总和为13.56亿元。每年项目收入对本期债券本金覆盖情况如下表。

表8 本期债券本金偿还计划（单位：万元，倍）

年份	1	2	3	4	5	6	7	合计
当期偿还本金	0.00	0.00	30,600.00	30,600.00	30,600.00	30,600.00	30,600.00	153,000.00
项目收入	0.00	0.00	39,260.93	26,997.92	25,840.04	22,387.59	21,152.07	135,638.55
滨江新区东山棚户区改造项目	0.00	0.00	31,121.11	21,335.26	21,380.55	16,618.69	16,635.92	107,091.53
滨江新区粤新棚户区改造项目	0.00	0.00	8,139.82	5,662.66	4,459.49	5,768.90	4,516.15	28,547.02
当年项目收入对本金覆盖倍数	0.00	0.00	1.28	0.88	0.84	0.73	0.69	0.89

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，本期债券发行额度较大，对公司债务负担有较大影响，但分期还款的安排有效降低了公司集中偿付压力，同时考虑到市政府对公司的支持力度，能有效支撑公司对本期公司债券的偿付能力。

联合评级也关注到，项目建设期募投项目并不产生收入，公司需通过日常经营收入对项目建设支出和运营成本进行补足。项目预期收益依赖于项目运营后的销售及出租收入，受经济形势和区域经济环境等因素的影响，募投项目产生的收入存在一定不确定性。同时，考虑到募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收入取得的时点存在一定不确定性。另外，据测算项目总收入不能覆盖本期债券本金。

九、担保方分析

本期债券由中合中小提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保（担保函编号：ZH-G-BD2016044）。中合中小是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其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。截至2016年底，中合中小注册资本71.76亿元，是目前国内资本规模最大的担保机构之一。

截至2016年底，中合中小资产总额121.04亿元，所有者权益82.69亿元。2016年，公司实现营业收入14.63亿元，其中已赚保费7.82亿元，投资收益4.79亿元，实现净利润5.29亿元。

联合信用评级有限公司评定中合中小主体长期信用等级为AAA。该评级结论反映了中合中小的综合代偿能力极强，违约风险极低。

十、综合评价

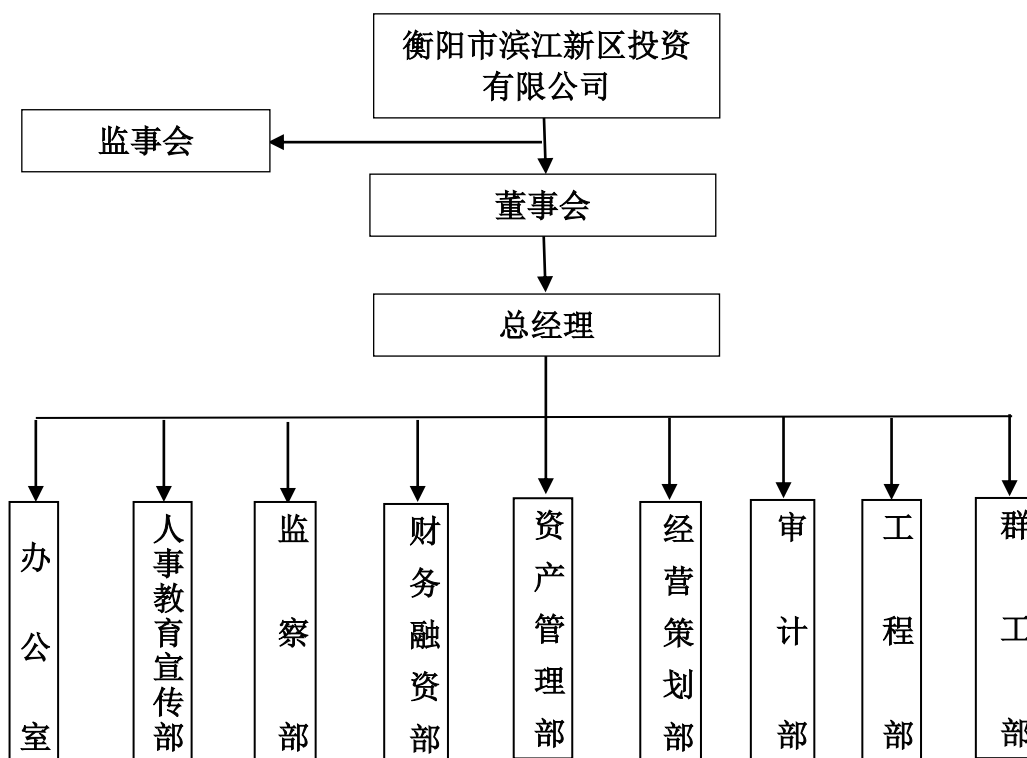
公司是衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设和投融资主体，主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地开发整理业务。近年来，衡阳市政府在资产注入、财政资金补贴等方面给予公司大力支持，公司主体信用风险很低。

公司资产以流动资产为主，流动资产中土地存货和预付款项占比大，变现能力较弱，整体资产质量一般；未来拟建项目投资金额较大，将增大公司的债务压力，但良好的外部经营环境和有力的政府支持将有助于公司保持经营稳定性，对公司信用基本面形成有效支撑。

本期债券发行规模较大，对现有债务具有较大影响。公司经营活动现金流入量对本期公司债券每年拟偿还本金额度覆盖能力强，中合中小提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时分期还款的安排有效降低了公司集中偿付压力，进而支撑公司对本期公司债券的偿付能力。

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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 衡阳市滨江新区投资有限公司
公司组织结构图



附件 2 衡阳市滨江新区投资有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	52.05	87.15	129.07
所有者权益（亿元）	33.37	46.60	53.98
短期债务（亿元）	4.20	4.24	6.63
长期债务（亿元）	9.80	25.93	54.66
全部债务（亿元）	14.00	30.17	61.29
营业收入（亿元）	3.25	6.80	7.32
净利润（亿元）	1.00	2.52	2.56
EBITDA（亿元）	1.00	2.52	2.83
经营性净现金流（亿元）	-17.02	-20.37	-14.41
应收账款周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.09	0.12	0.07
总资产周转次数（次）	0.06	0.10	0.07
现金收入比（%）	100.00	100.00	100.25
总资本收益率（%）	--	4.06	2.94
总资产报酬率（%）	--	3.62	2.61
净资产收益率（%）	--	6.30	5.08
营业利润率（%）	16.67	16.12	16.63
费用收入比（%）	1.29	0.92	4.87
资产负债率（%）	35.89	46.53	58.18
长期债务资本化比率（%）	22.70	35.75	50.31
全部债务资本化比率（%）	29.55	39.30	53.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.05
流动比率（倍）	5.88	5.97	6.82
速动比率（倍）	2.66	1.25	1.33
现金短期债务比（倍）	0.21	1.25	2.64
经营现金流动负债比（%）	-192.41	-139.58	-77.37
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.07	0.16	0.18

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；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务。

附件 3 中合中小企业融资担保股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	63.24	77.06	121.04
所有者权益（亿元）	54.31	57.98	82.69
净资本（亿元）	45.39	40.13	55.15
担保责任余额（亿元）	303.12	488.18	869.47
营业收入（亿元）	5.60	10.68	14.63
净利润（亿元）	2.67	4.45	5.29
净资产担保责任余额倍数（倍）	5.58	8.42	10.51
净资本担保责任余额倍数（倍）	6.68	12.17	15.77
平均资产收益率（%）	4.45	6.34	5.34
平均净资产收益率（%）	4.97	7.92	7.52

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；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务。

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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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+营业费用+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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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+应付短期债券
 +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

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。