

信用等级公告

联合[2017]1317 号

邵阳市城市建设投资经营集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对邵阳市城市建设投资经营集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

**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_{pi}，
评级展望为“稳定”**

**邵阳市城市建设投资经营集团有限公司拟发行的 2017 年第一期公
司债券信用等级为 AA_{pi}**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年八月八日

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年第一期邵阳市城市建设投资经营集团有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA₊

公司主体信用等级：AA₊

评级展望：稳定

发行规模：10.00 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年
分期兑付本金的 20%

评级时间：2017 年 8 月 8 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	348.13	456.38	571.43
所有者权益（亿元）	202.55	247.84	250.25
长期债务（亿元）	92.54	136.97	194.99
全部债务（亿元）	95.32	144.16	198.29
营业收入（亿元）	11.16	26.07	22.59
净利润（亿元）	3.89	3.82	2.83
EBITDA（亿元）	5.58	5.84	4.92
经营性净现金流（亿元）	1.81	1.95	16.62
营业利润率（%）	34.89	10.60	9.09
净资产收益率（%）	1.92	1.70	1.14
资产负债率（%）	41.81	45.70	56.21
全部债务资本化比率（%）	32.00	36.78	44.21
流动比率（倍）	5.05	5.45	4.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	0.68	0.27
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.56	0.58	0.49

注：1. 公司 2014 年财务报表采用旧会计准则编制，2016 年财务报表采用新会计准则编制，并对 2015 年数据进行追溯调整，2015 年财务数据采用 2016 年财务报表期初调整数；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；3. 除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体，在政府支持方面具有显著优势，区域垄断地位明显。同时，联合评级也关注到公司资产流动性弱，债务规模大幅上升，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及回款时间不确定等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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。未来，随着公司土地开发及基础设施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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置分期偿付条款，有助于降低未来集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 邵阳市经济稳步发展，财政收入持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

2. 公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要主体，得到了政府在资产划拨、债务置换、项目回购、税收减免以及财政补贴等方面的持续支持，区域专营性优势明显。

3. 本次债券设置分期偿还条款，公司经营现金流入对分期偿还额度的保障程度强。

关注

1. 公司土地类资产占比大，且约 85%的土地资产用于抵质押，基础设施建设代建项目

回购及回款时间不确定，对公司资金形成一定占用，资产流动性弱。

2. 公司债务规模快速上升，投资规模不断增大，经营活动产生的净现金流难以满足投资需求，对外筹资压力大。

3. 公司利润总额对补贴收入依赖大，整体盈利水平较弱。

4. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

5. 公司募投项目收入实现受宏观经济和市场调控政策等影响较大。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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邵阳市城市建设投资经营集团有限公司提供，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。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。

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，联合评级将对邵阳市城市建设投资经营集团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。

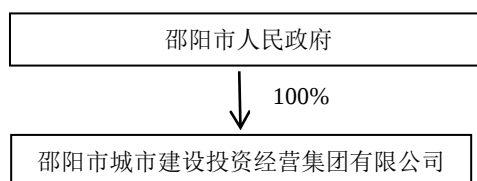
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）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年底，公司注册资本5亿元，邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会100%控股，为其实际控制人。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2016年底，公司内设总工室、综合经理部、人力资源部、投资合约部、事业发展部、规划建设部、资金运行管理中心、征地拆迁安置部、土地经营与事业发展中心9个职能部门，纳入合并范围的子公司23家。

公司经营范围：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2016年底，公司合并资产总额571.43亿元，负债合计321.18亿元，所有者权益（含少数股东权益）250.25亿元，其中归属于母公司的所有者权益250.25亿元。2016年，公司实现营业收入22.59亿元，净利润（含少数股东损益）2.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.83亿元；经营活动产生的现金流量净额16.62亿元，现金及现金等价物净增加额13.54亿元。

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六楼；法定代表人：龚子文。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划申请发行10.00亿元公司债券（以下简称“本期债券”），采用无担保发行的方式，发行期限为7年；本期债券设置提前偿还条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金。

2. 本次债券募集资金用途

公司本期债券募集资金总额为10.00亿元，其中1.96亿元用于补充公司营运资金，剩余8.04亿元全部用于世纪花苑保障安置小区和邵阳市工人文化宫周边棚户区改造项目建设。具体用途及金额如下表所示：

表 1 募投项目资金用途概况（单位：万元，%）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金使用占比
世纪花苑保障安置小区	96,120.06	63,400	65.96
邵阳市工人文化宫周边棚户区改造	26,462.08	17,000	64.24
总计	122,582.14	80,400	65.59

资料来源：公司提供

3. 本次债券投资项目概况

（1）世纪花苑保障安置小区

世纪花苑保障安置小区建设项目主要对浏阳、鸟山、大兴村进行改造，以片区开发建设的模式进行建设，内容包括安置房建设、幼儿园、小学、社区活动中心、物管用房等公共配套设施建设。本安置小区为新建综合功能区，项目总用地面积 139.30 亩，总建筑面积 325040.80 平方米，其中住宅建筑面积 253120 平方米，幼儿园、小学、社区活动中心、物管用房等公共配套设施建筑面积 22780.8 平方米，地下车库建筑面积 49140 平方米，同时配套供排水、供暖、居住区道路、绿化等基础设施。该项目棚户区改造 3033 户，其中货币安置 303 户，实物安置 2730 户，项目总投资为 96120.06 万元，拟使用本期债券募集资金 63400.00 万元。

该项目已获得邵阳市发改委、环境保护局、国土资源局、规划局等部门的可研批复。该项目于 2015 年 1 月开工，截至 2016 年底，项目整体完工量约为 90%。目前该项目征地拆迁和地质勘探已完成，已完成场地平整及土石方工程，主体工程已完成 95%。

（2）邵阳市工人文化宫周边棚户区改造

邵阳市工人文化宫周边棚户区改造项目位于邵阳市双清区，占地面积 29.02 亩，总建筑面积 87114 平方米，其中住宅建筑面积 68400 平方米，幼儿园、社区活动中心、物管用房等公共配套设施建筑面积 5814 平方米，地下车库建筑面积 12900 平方米，同时配套供排水、供暖、居住区道路、绿化等基础设施。该项目解决 720 户拆迁户的住房问题。项目总投资为 26462.08 万元，拟使用本期债券募集资金 17000.00 万元。

该项目已获得邵阳市发改委、环境保护局、国土资源局、规划局等部门的可研批复。该项目于 2015 年 1 月开工，截至 2016 年底，项目整体完工量约为 90%，目前该项目征地拆迁和地质勘探已完成，已完成场地平整及土石方工程，已完成主体施工 92%。

表 2 各募投项目批复情况

项目	世纪花苑保障安置小区
批复文件	《邵阳市发展和改革委员会关于邵阳市世纪花苑保障安置小区建设项目可行性研究报告的批复》
	《邵阳市发展和改革委员会关于邵阳市世纪花苑保障安置小区建设项目节能评估报告书的批复》
	《邵阳市环境保护局关于邵阳市世纪花苑保障安置小区建设项目环境影响报告书的批复》
	《邵阳市国土资源局关于世纪花苑保障安置小区建设项目用地预审的意见》
项目	邵阳市工人文化宫周边棚户区改造
批复文件	《邵阳市发展和改革委员会关于邵阳市工人文化宫周边棚户区改造建设项目可行性研究报告的批复》
	《邵阳市发展和改革委员会关于邵阳市工人文化宫周边棚户区改造建设项目节能评估报告书的批复》
	《邵阳市环境保护局关于邵阳市工人文化宫周边棚户区改造建设项目环境影响报告书的批复》
	《邵阳市国土资源局关于邵阳市工人文化宫周边棚户区改造建设项目用地预审的意见》

资料来源：公司提供，联合评级整理。

4. 募投项目经济效益分析

根据邵阳市城市规划设计研究院的可行性研究报告，本期债券募投项目中世纪花苑保障安置小

区和邵阳市工人文化宫周边棚户区改造两个棚户区项目预测收入分别为 98409.77 万元和 31007.12 万元，具体包括：

（1）安置房销售收入

两个棚户区改造项目安置面积分别为 151650 平方米和 36000 平方米，扣除安置面积部分后剩余部分为可销售面积，根据项目周边地段的销售价格估计，世纪花苑保障安置小区超过安置面积的部分按照 3700 元/平方米进行销售，邵阳市工人文化宫周边棚户区改造超过安置面积的部分按照 5000 元/平方米进行销售，销售收入分别为 37543.90 万元和 16200.00 万元。

（2）配套设施销售收入

世纪花苑保障安置小区公共配套按照 4500 元/平方米进行销售，邵阳市工人文化宫周边棚户区改造按照 5000 元/平方米进行销售，世纪花苑保障安置小区商业物业按照 12500 元/平方米销售，邵阳市工人文化宫周边棚户区改造按照 18000 元/平方米进行销售，销售收入分别为 21276.25 万元和 9165.20 万元。

（3）地下停车场销售收入

根据项目周边地段的销售价格估计，地下停车场按照 3300 元/平方米进行销售，销售收入分别为 16216.20 万元和 4257.00 万元。

（4）补贴收入

两个棚户区改造项目国家、省、市给予专项财政补贴，国家及省级补贴收入分别为 4368 万元和 1152 万元；市政府财政补贴资金分别为 19005.42 万元和 232.92 万元。

三、行业分析

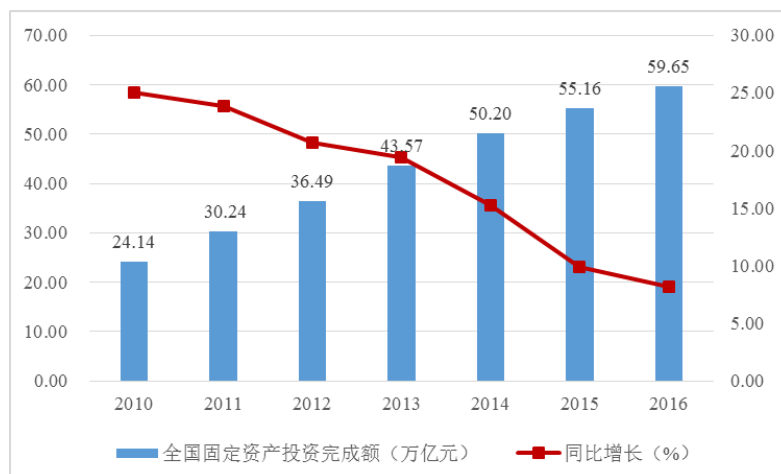
公司主要业务为城市基础设施代建和土地开发，以下行业分析将分别从这两方面展开。

1. 基础设施建设

（1）行业概况

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2016 年，宏观经济形势不容乐观，为有效应对经济放缓压力，各省、市、区的政府工作报告均提出积极发力基建投资。全年国家大力推进固定资产投资，财政政策支持力度加大，专项建设基金投放、地方债务置换与新增规模均显著增加，PPP 项目加速推进，固定资产投资发展态势保持相对稳定。2016 年，全国固定资产投资（不含农户）合计 59.65 万亿元，比上年名义增长 8.1%（扣除价格因素实际增长 8.8%），增速较上年下降 1.9 个百分点，增速有所放缓。分产业看，2016 年第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，同比增长 21.1%，增速同比下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资完成额 22.79 万亿元，同比增长 3.6%，增速同比下降 4.4 个百分点；第三产业固定资产投资完成额 34.58 万亿元，同比增长 10.9%，增速同比上升 0.3 个百分点。

图 2 2010~2016 年全国固定资产投资完成额情况（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

2016 年以来，全国基础设施建设投资增速进一步下降。2016 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元，同比累计增长 15.71%，增速较上年下降 1.58 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

总体看，2016 年以来我国经济下行压力继续增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。

（2）行业政策

2016 年 7 月 5 日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18 号文”）公布实施，这是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。18 号文明确了政府投资范围，政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的资金支持力度。

2016 年 8 月，发改委发布了《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资【2016】1744 号）（以下简称“《通知》”），《通知》提出 PPP 项目政府主管部门职责分工已经明确，并针对 PPP 项目社会资本参与度不高问题提出了建立合理回报机制和构建多元退出机制等政策部署，推进对政府支持、价格改革、合理回报机制、退出机制等途径的探索，多重举措有利于增强 PPP 项目对社会资本的吸引力。

2016 年 11 月，国务院办公厅发布《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）。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则。

2017 年 2 月，深交所推进 PPP 项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品，积极其通过 ABS 方式实现市场化融资。

总体看，政策在预防地方政府性债务风险的同时，继续加大对城市基础设施建设的支持力度，尤其是疏通了 PPP 项目的融资渠道。

（3）行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益低等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

（4）未来发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间

截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较上年提高 1.25 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐渐缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣；加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系，城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金主要依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式将逐步从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务压力，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

2. 土地开发业务

（1）开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济的开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

（2）融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 3 土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

（3）竞争格局

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且

有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开始市场的低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

（4）行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

长期占用大量资金

对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性，制约企业的快速成长

一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

3. 区域经济

公司作为邵阳市城市基础设施建设的重要投融资实体，目前公司核心业务涉及土地整理、城市基础设施代建、供水、燃气等领域。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受邵阳市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）区域经济发展

根据《2016年邵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全市完成地区生产总值1,520.86亿元，比上年增长7.9%。其中第一产业完成增加值326.81亿元，增长3.5%，第二产业完成增加值535.35亿元，增长6.2%，第三产业完成增加值658.70亿元，增长11.5%。按常住人口计算，全市人均GDP 20,858.00元，比上年增长7.1%。三次产业结构由上年的21.6: 36.6: 41.8调整为21.5: 35.2: 43.3，第三产业比重提升了1.5个百分点。非公有制经济实现增加值1,025.70亿元，比上年增长8.1%，占GDP的比重为67.4%。

2016年，全市完成固定资产投资（500万元以上项目）1,627.64亿元，比上年增长14.2%，其中房地产投资145.72亿元，同比增长7.4%。在全部投资中，国有投资350.79亿元，同比增长44.1%，非国有投资1,276.85亿元，同比增长8.0%，非国有投资占全部投资比重78.45%，比上年下降4.22个百分点。第一产业完成投资额188.25亿元，同比增长27.1%，第二产业投资602.91亿元，同比下

降 5.2%，第三产业投资 836.48 亿元，同比增长 30.5%。

总体来看，邵阳市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，经济发展对城市基础设施和公用事业的需求不断扩大，公司业务发展前景良好。

（2）地方政府财力及债务

从全口径的地方财力结构来看，2014~2016 年，邵阳市一般预算收入占地方可控财力的比重分别为 20.57%、19.29%和 20.30%，小幅波动，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较低，邵阳市的地方可控财力主要依赖于上级政府的补助收入。2014~2016 年，邵阳市上级补助收入占地方可控财力的比重分别为 69.44%、69.65%和 72.98%。2014~2016 年，邵阳市政府基金收入占地方可控财力的比重分别为 8.66%、10.02%和 6.72%，呈波动下降趋势，基金收入对地方可控财力的贡献度较低。

表4 邵阳市2014~2016年地方可控财力表（单位：万元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	797,328.00	917,135.00	976,067.00
其中：税收收入	404,673.00	433,714.00	434,855.00
非税收入	392,655.00	483,421.00	541,212.00
上级补助收入	2,691,641.00	3,310,909.00	3,508,375.00
其中：返还性收入	83,146.00	82,512.00	99,054.00
一般性转移支付收	1,617,049.00	1,946,725.00	2,178,200.00
专项转移支付收入	991,446.00	1,281,672.00	1,231,121.00
政府基金收入	335,705.00	476,329.00	323,180.00
预算外财政专户资金收入	51,643.00	49,234.00	--
地方可控财力	3,876,317.00	4,753,607.00	4,807,622.00

资料来源：公司提供

从地方债务来看，截至 2016 年底，邵阳市本级政府债务余额 250.13 亿元，其中：政府负有偿还责任债务 149.48 亿元，政府负有担保责任债务 0.05 亿元，政府负有救助责任债务 100.60 亿元。2016 年市本级综合债券率 102.60%。2016 年省财政厅下达邵阳市本级债券置换额度 50.45 亿元，新增债券 4.10 亿元。

整体看，得益于上级补助收入的增长，邵阳市地方可控财力持续增长；但一般预算收入中非税收入占比高，稳定性一般。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

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主体，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、邵水西路、建设南路延伸段、财神路、沙塘路南段、魏源广场改造、魏源路等民生工程，改善了邵阳市的基础设施状况。

公司供水业务由子公司邵阳市自来水公司（简称“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 27.26 万吨；公司排水业务由子公司邵阳市污水处理厂负责运营，服务面积 77.31 平方公里，服务人口 67.91 万人，

日处理能力可达 14 万吨；公司燃气业务由子公司邵阳市燃气公司（以下简称“燃气公司”）负责运营，燃气公司目前的管道长度为 573.61 公里，燃气供应量可达 3,489.13 万立方米/年。

总体看，公司涵盖邵阳市城市基础设施建设运营的主要业务范围，在邵阳市基础设施建设领域处于较为领先的地位。

2. 人员素质

目前，公司本部高管团队包括总经理兼副董事长 1 名，副总经理 2 名，财务总监 1 名。

公司原党总支书记、董事长、总经理罗少林涉嫌严重违纪，正接受组织调查。公司对该事项进行了信息披露，并承诺该事项不会对公司的日常管理、生产经营、财务状况及偿债能力造成影响。2017 年 6 月 9 日，经公司股东和董事会决定，选举龚子文为公司法定代表人、副董事长兼总经理。

公司法定代表人、副董事长兼总经理龚子文，1972 年 7 月出生，中专学历，曾先后任邵东县廉桥镇党委书记、邵东县生态产业园管委会副主任、邵东县人民政府副县长、邵东县生态产业园管委会主任，现任公司副董事长兼总经理。

公司副总经理许乾明，1962 年 11 月出生，本科学历，中共党员。许乾明历任武冈县建委党委委员、副主任；武冈县建设局党委书记、局长；武冈市政府办副主任；邵阳市火车站站前区指挥部常务副指挥长；火车站站前区建设管理处主任。

公司副总经理申广安，1965 年 2 月出生，大专学历，中共党员。申广安历任邵阳市建设局城建科科长；邵阳市住房和城乡建设局副调研员；邵阳市余湖山新城开发建设有限公司副总经理；现任公司副总经理。

公司财务总监李翠兰，1975 年 12 月出生，本科学历，注册会计师、注册评估师、注册税务师、注册房地产估价师、注册土地估价师。李翠兰曾经担任日光堂（香港）有限公司财务主管，2009 年至今担任公司财务总监。

从员工结构来看，截至 2016 年底，公司共有员工 305 人，按文化程度划分，本科及以上学历 105 人，大专学历 164 人，高中及中专 36 人；按年龄分布划分，50 岁以上 30 人，30~50 岁 155 人，30 岁以下 120 人。

总体看，公司现任高管人员管理经验较为丰富，员工年龄结构较好，能够满足公司日常的经营管理需要。同时，联合评级将持续关注罗少林事件的后期进展情况。

3. 政府支持

公司作为邵阳市城市基础设施建设运营的重要实体，近年来获得政府在资产划拨、项目回购、财政补贴和税收优惠等方面的大力支持。

（1）资产划拨

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 2016 年底，公司累计获得 205.07 亿元的土地资产，已计入资本公积，同时增加公司的存货。2014 年邵阳市体育局将价值为 1.49 亿元的邵阳市体育运动学校 17 项公益性资产无偿划拨至公司，计入资本公积，同时增加公司固定资产。

（2）股权划转

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燃气公司、邵阳市污水处理厂、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余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。2016 年邵阳市政府将邵阳市两路项目建设有限公司和邵阳市北塔区城乡建设投资有限责任公司 100%股权无偿划转给公司。

（3）债务置换

2016 年邵阳市财政局拨付了债务置换款 28.94 亿元，公司计入“长期应付款”科目，需支付利息，利率为 1.5%。

（4）项目回购

为支持公司保障房建设，邵阳市政府与公司签订了 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。

（5）税收减免

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。

（6）财政补贴

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。2014~2016 年，公司获得补贴收入共计 11.49 亿元，提升了公司整体利润水平。

总体看，公司作为邵阳市城市基础设施建设的重要投融资实体，受政府支持力度较大。

五、公司治理

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，设立了董事会、监事会及日常管理机构。公司不断完善公司法人治理结构建设、制定相关的配套制度，规范投资人、董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会及董事长、总经理的各项职权，加强公司制度建设。

公司不设股东会，由邵阳市人民政府授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增减注册资本和发行公司债券，由邵阳市人民政府决定。公司依法设立董事会，董事会每届任期三年，董事会成员 9 人；董事会是公司的决策机构，行使向出资人报告工作、审议并决定公司的经营计划与目标等职权。公司设立监事会，监事会每届任期三年，监事会成员为 5 人。公司监事会行使以下职权：监督公司的经营活动，监督重大投资计划和投资项目的实施，检查公司财务；对董事会、总经理行使公司职权时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督；当董事会和总经理的决定已经损害或将会损害公司利益时，监事会有权要求董事会和总经理撤销相关决定等。

2. 管理体制

管理制度方面，公司指定了一系列管理制度，包括投资决策管理制度、子公司管理制度、财务管理制度等。

在投资决策管理方面，公司有项目准入、筛选、发起、建设实施、经营管理、档案管理制度，按照相关法律、法规和企业章程等规定履行审批程序。按照合同（协议）条款和公司内部资金拨付审批程序。公司对外投资的审批按照相关法律、法规和公司章程等规定履行审批程序。公司重大投

资事项，按照法律、法规和公司章程的规定，经公司出资人批准。经理层负责公司对外投资的决策，其他任何部门和个人无权做出对外投资的决定。

在子公司管理方面，公司对子公司管理主要从行政管理、规章制度、人事、财务、经营决策、内部审计监督等方面进行。公司依据对控股子公司资产控制和国有产权规范运作要求，通过向控股子公司委派董事、监事、高级管理人员（高级管理人员指总经理、副总经理等）和日常持续动态监管两条途径行使股东权利，并负有对控股子公司指导、检查、监督、服务、考核的职责。公司支持控股子公司依法自主经营，除履行控股股东职责外，不干预子公司的日常生产经营活动。

在财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计制度》、《会计基础工作规范》以及财政部颁布的新会计准则的有关规定，结合公司生产经营的特点制定了《财务管理制度》。公司财务制度明确了资金筹措、各项资产及利润指标的核算方法，并对财务人员的管理、资金的管理及财务核算的管理作了明确规定。

总体看，公司各项管理制度较为完备，能够满足日常经营和发展的需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务分为土地开发、基础设施代建、供排水及燃气和工程施工四大板块。2014~2016年，公司主营业务收入波动增长，三年复合增长 41.45%，2016 年公司实现主营业务收入 22.33 亿元，同比下降 13.25%，受土地市场低迷影响，公司土地出让规模减少，土地开发收入快速下降。

从收入构成来看，2014 年公司主营业务收入主要来源于土地开发和供排水及燃气板块，2015~2016 年公司主营业务收入主要来源于基础设施代建、土地开发和供排水及燃气板块，2016 年以上三大板块业务收入占主营业务收入的比重达 97.40%。2014~2016 年，公司土地开发收入分别为 8.78 亿元、5.68 亿元和 2.73 亿元，分别占主营业务收入的 78.67%、22.07%和 12.23%。2014 年公司未确认基础设施代建收入，2015 年因东大路和宝庆东路等项目移交，公司确认代建收入 17.59 亿元。2016 年公司移交了学院路、邵水西路、沪昆高铁北站站前广场及站前路、大祥立交桥一期、桃源路、魏源路等项目，实现代建收入 16.82 亿元。

从各主营业务板块的毛利率来看，2014~2016 年公司土地开发业务的毛利率持续下降，2016 年为 7.45%，主要系土地市场低迷，且征地拆迁成本上升所致。2016 年公司基础设施代建业务毛利率较 2015 年有所下降，主要原因是自 2016 年 5 月 1 日开始，公司代建项目由缴纳营业税改为缴纳增值税，代建项目收入为扣除增值税后的金额，仅反映不含税价。2014~2015 年，公司供排水及燃气业务常年亏损，主要依靠政府补贴，毛利率为负值，2016 年供排水及燃气业务毛利率为 10.83%，扭亏为盈，主要系水价调增所致。

表5 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发	8.78	78.67	42.01	5.68	22.07	10.39	2.73	12.23	7.45
基础设施代建	--	--	--	17.59	68.34	9.65	16.82	75.32	7.15
供排水及燃气	1.81	16.22	-1.41	1.82	7.07	-3.75	2.20	9.85	10.83
工程施工	0.31	2.78	9.49	0.47	1.82	24.15	0.43	1.93	21.20
其他	0.26	2.33	98.04	0.18	0.70	96.47	0.15	0.67	76.17
合计	11.16	100.00	35.34	25.74	100.00	9.73	22.33	100.00	8.28

资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入快速波动增长，受土地市场低迷影响，综合毛利率下滑明显。

2. 经营分析

(1) 土地开发

公司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。公司将土地开发业务的土地出让金全额上缴财政，财政扣除相关税费后将剩余全部资金返还公司。公司以全额土地出让金确认营业收入，以实际发生的土地整理成本及上缴财政的各项税费确认成本，并计入存货的土地开发成本科目。

2014~2016年，公司分别实现土地开发收入8.78亿元、5.68亿元和2.73亿元，2016年土地开发收入大幅下降，主要系土地出让面积大幅减少所致；同期，公司土地出让均价分别为77.04万元/亩、47.01万元/亩和100.00万元/亩，均价波动较大，主要系出让地块所处地理位置不同所致。2014~2016年，公司土地开发业务的回款金额分别为8.12亿元、5.68亿元和2.73亿元，回款质量较好。

表6 2014~2016年公司土地出让情况（单位：亩，万元）

序号	地块编号	面积	公司确认土地收入
1	宝科园商住区 4-10、4-11、4-12#地	131.67	1,053.28
2	站前区 47#地	30.31	168.00
3	邵州片区 2-2、2-3#地	108.71	22,440.00
4	宝科园商住区 2-3、2-12#地	281.09	16,500.00
5	邵州片区 3-6-3#地	14.98	2,770.00
6	宝科园商住区 3-11、3-13#地	134.46	16,530.00
7	桃花新城 7-3#地	46.18	4,162.00
8	宝科园 8-6#地	33.03	2,972.00
9	宝科园 3-10a-2#地	17.44	1,660.00
10	佘湖新城 E04-2-1#地	23.12	2,554.00
11	佘湖新城 E04-2#地	37.52	2,652.00
12	桃花新城 6-28-1#地	23.36	2,110.00
13	宝科园 2-13#地	74.51	6,705.00
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	1,348.48
19	信诚投资有限公司	35.95	898.90
20	市建设工程公司	72.99	1,824.52
2014 年小计		1,139.75	87,802.51
1	消防医院项目	14.48	434.40
2	湘窖产业园项目	101.87	1,415.04

3	湘郡铭志项目	115.78	3,473.49
4	军粮供应站项目	10.23	117.08
5	云山福地项目	43.20	1,245.50
6	西湖春天项目 02-23 号地块	210.46	17,437.00
7	道格宠物项目 02-09b 号地块	14.50	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	6.00	86.65
12	（2012）29#号地块	49.00	980.00
13	市公安局项目	145.00	3,673.35
14	中南电源项目（2008）14 号地块	18.80	203.10
15	（2012）22#号地块	164.98	7,920.00
16	90#号地块	57.71	1,154.20
17	桃花新城 6-28-1#地块	37.07	2,810.00
18	余湖新城 B27、B30	12.03	277.74
19	（2014）61 号地块	133.52	14,100.00
2015 年小计		1,209.03	56,839.32
1	（2016）09 号	56.44	5,644.00
2	（2016）10 号	169.65	16,965.00
3	（2016）11 号	47.22	4,722.00
2016 年小计		273.31	27,331.00
总计		2,622.09	171,972.83

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，公司近三年累计出让土地面积 2,622.09 亩，累计实现土地开发收入 17.20 亿元。截至 2016 年底，公司已整理待出让的土地 2,692 亩。公司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波动上升，征地拆迁补偿成本也呈上升趋势，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。

截至 2016 年底，公司拥有土地资产 1,023.33 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。

（2）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 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。

公司将在建的代建项目计入在建工程科目，将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，将已完成竣工结算移交给政府的项目结转收入。2014~2016年，公司已完工的建设项目包括邵州西路提质改造、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、小江湖半岛棚改区改造等。2015年公司移交了东大路、宝庆东路等项目，实现代建收入17.59亿元，当年政府回款2.60亿元，14.99亿元计入了“应收账款”科目。2016年公司移交了学院路、邵水西路、沪昆高铁北站站前广场及站前路、大祥立交桥一期、桃源路、魏源路等项目，实现代建收入16.82亿元，当年政府回款5.00亿元，回款质量较差。

表 7 截至 2016 年底公司在建拟建项目投资情况（单位：亿元）

在建项目	总投资额	截至 2016 年底累计投资额	未来预计投资额
桃花公园建设项目	8.52	5.85	2.67
新城大道	9.14	3.32	5.82
雪峰大桥	4.52	2.43	2.09
红旗河防洪整治工程	5.03	2.19	2.84
邵石南路	4.08	2.69	1.39
文化艺术中心	4.57	2.22	2.35
三所一中心	3.41	1.95	1.46
其他工程	102.77	79.55	23.22
合计	142.04	100.20	41.84
拟建项目	总投资额	2017 年预计投资额	2018 年预计投资额
资江北路	8.58	3.66	3.1
资江北路（资江一桥）	8.25	3.24	2.96
紫霞路（铜岭东路）	3.76	2.1	1.66
金鸡路	1.79	1.06	0.73
雪峰北路	8.71	2.66	3.01
北塔新城片区新型城镇化建设项目	14.80	3.78	3.33
邵阳市三环快速路	113	5.22	5.23
新景花苑	6.30	1.5	2.01
体育中心	11.46	3.5	4.1
新城大道体育中心段	6.10	1.5	2.1
合计	182.75	28.22	28.23

资料来源：公司提供

注：东互通连接线扩改工程已完工，尚未验收。

截至 2016 年底，公司在建项目主要是桃花公园建设项目、新城大道、红旗河防洪整治工程等，在建项目总投资额为 142.04 亿元，已投资额 100.20 亿元，未来仍有 41.84 亿元的资金需求；公司未来拟建的项目主要有资江北路、雪峰北路、北塔新城片区新型城镇化建设项目、邵阳市城市三环快速路、体育中心等项目，拟建项目的总投资额约为 182.75 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。

（3）供排水和燃气业务

近三年，公司供排水及燃气收入有所增长，2016 年实现营业收入 2.20 亿元，同比增长 20.88%，主要系水价调增、供排水及燃气业务量增加所致。

公司自来水业务由自来水公司负责运营。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 27.26 万吨，产能利用率较低；公司制水成本为 1.42 元/吨，主要是动力电耗和人工及折旧成本；公司用水客户结构中：居民用水占比约 55%，非居民用水占比约 40%，特种用水占比约 5%。公司供水情况如下表所示：

表 8 2014~2016 年公司供水情况（单位：万吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
自来水生产量	9,609	9,812	9,949
自来水销售量	5,064	5,602	5,780
产销差	4,545	4,210	4,169

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司自来水生产量和销售量持续增长。2015 年公司进行了供水管道改造，自来水漏损情况得以改善，但自来水产销差仍处于较高水平，漏损情况仍很严重，该部分业务的管理能力仍有待提升。

2014~2015 年，邵阳市的纯水价为居民用水 1.55 元/吨、非居民用水（细分为行政事业用水、工业用水和经营服务用水）2.33 元/吨、特种用水 6.20 元/吨，包含水资源费、污水处理费和垃圾处理费的终端用水价格详见下表。2016 年邵阳市发改委对供水价格进行了调整，自 2016 年 3 月起，邵阳市正式实行阶梯水价，此次供水价格调整对供排水板块业务影响较大，促使 2016 年供排水业务毛利率大幅提升。

表 9 邵阳市分类水价执行标准（单位：立方米/月·户，元/立方米）

项 目	水量级数	阶数范围用水量	目前终端价格	2015 年终端价格	2014 年终端价格
居民生活用水	第一阶梯	≤15	3.15	2.75	2.75
	第二阶梯	15 至 25（含）	4.03		
	第三阶梯	≥25	6.65		
行政事业用水	--	--	4.63	3.66	3.66
工业用水	--	--	4.32	3.35	3.35
经营服务用水	--	--	5.07	4.40	4.40
特种行业用水	--	--	9.94	8.57	8.57

资料来源：公司提供

注：终端水价包含自来水价格（纯水价）、水资源费、污水处理费和垃圾处理费四部分。

公司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 39.14 平方公里，服务人口 41.61 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 26.3 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10 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
2014 年	2	3,600.00	3,600.00
2015 年	2	4,280.43	4,280.43
2016 年	2	4,335.88	4,335.88

资料来源：公司提供

2014~2016 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，近三年呈持续上升趋势，2016 年公司污水收集和处理量均为 4,335.88 万吨。

公司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 573.61 公里，燃气供应量达 3,489.13 万立方米/年。2016 年公司液化天然气供应量大幅上升，同比增长 254.38%，主要系尚未安装燃气管

道的用户增加所致。公司燃气供应情况如下表所示：

表 11 2014~2016 年公司燃气供应情况（单位：万立方米，元/立方米，公里）

产品	指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
液化天然气	供应量	586.95	115.25	408.42
	供应成本	4.30	4.30	4.30
	销售价格	3.95	3.95	3.95
管道天然气	供应量	1,203.86	2,905.36	3,080.71
	供应成本	2.99	2.85	2.85
	管网长度	520.14	525.22	562.12
	销售价格	3.95	3.95	3.95

资料来源：公司提供

（4）工程施工

公司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，收入规模较小但比较稳定。近三年分别为 0.31 亿元、0.47 亿元和 0.43 亿元。

3. 经营效率

受基础设施建设行业投资规模大、建设周期和投资回收期长的行业特点影响，公司主营业务收入及成本与资产规模相比相对较小，应收账款周转率、存货周转率及总资产周转率等经营效率指标表现一般。2014~2016 年，公司应收账款周转率分别为 0.74 次、1.17 次和 0.64 次；呈现下降趋势，主要是由于应收款的占比增加，应收账款周转率降低；2014~2016 年，公司存货周转率分别为 0.04 次、0.11 次和 0.09 次，略有提升；2014~2016 年，公司总资产周转率分别为 0.03 次、0.06 次和 0.04 次，较为稳定。

总体看，公司经营效率指标符合基础设施建设行业的特点。

4. 经营关注

公司承担了邵阳市基础设施工程的主要建设任务，目前大多数经营性建设项目正处于建设期，公司业务收入相对其资产规模仍偏小，盈利能力偏弱。公司目前在建及拟建基础设施项目总投资规模较大，建设项目较多，建设周期较长，建设需要的资金量大，资金回笼周期相对较长，公司无法全部以自有资金进行开发。公司经营活动现金流量净额和投资活动现金流量净额波动较大，对财政资金和外部融资需求较高。

5. 未来发展

公司作为邵阳市城市基础设施建设投融资的主体，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。

总体看，公司经营战略清晰，未来发展前景广阔。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对 2014 年财

务报告进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2016 年财务报告进行了审计，审计机构均出具了标准无保留审计意见。

会计政策变更方面，2014~2015 年，公司会计核算执行旧会计准则，2016 年开始采用新会计准则，并对 2015 年数据进行了追溯调整。此次会计政策变更导致公司 2015 年资产总额和负债总额同时减少 8,107.35 万元，对净资产和 2015 年度净利润未产生影响。考虑到数据的可比性，公司 2015 年财务数据采用了 2016 年审计报表已调整的期初数。

截至 2015 年底，公司纳入当年合并报表的子公司共 20 家，较 2014 年底增加 4 家，分别是邵阳市新城文化产业片区投资建设有限公司、邵阳市城邑水利投资开发有限公司、邵阳市城投博大教育投资开发有限公司和邵阳长银城建股权投资合伙企业（有限合伙）。以上 4 家企业规模较小，对财务报表数据可比性影响较小。截至 2016 年底，公司纳入当年合并报表范围的子公司 23 家，其中 2016 年新增子公司 4 家，通过同一控制下企业合并取得 2 家子公司，新设立 2 家子公司，划出 1 家子公司邵阳市中小企业信用担保有限责任公司，合并范围有所变动，对财务报表数据可比性具有一定影响（被划入企业邵阳市北塔区城乡建设投资有限责任公司，划拨日入账价值为 9,948.22 万元，预付款项、在建工程等科目余额较大；被划入企业邵阳市两路项目建设有限公司，划拨日入账价值为 50.00 万元。被划出企业邵阳市中小企业信用担保有限责任公司划拨日净资产为 13,902.81 万元）。

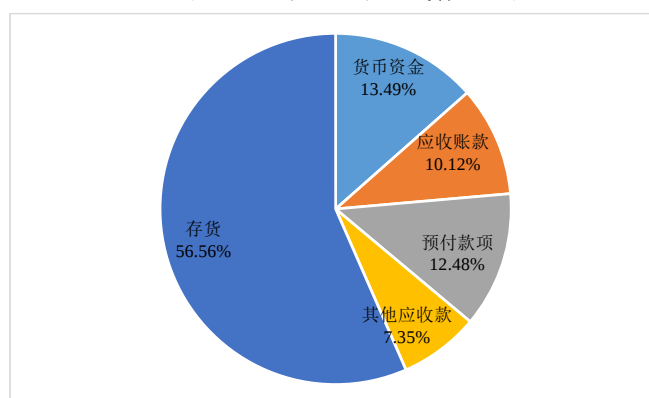
截至 2016 年底，公司合并资产总额 571.43 亿元，负债合计 321.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）250.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 250.25 亿元。2016 年，公司实现营业收入 22.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 16.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.54 亿元。

2. 资产质量

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，近三年资产总额分别为 348.13 亿元、456.38 亿元和 571.43 亿元，年均复合增长 28.12%。截至 2016 年底，公司资产总额中流动资产占比 70.86%，非流动资产占比 29.14%，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 25.51%。截至 2016 年底，公司流动资产为 404.92 亿元，主要由货币资金（占 13.49%）、应收账款（占 10.12%）、预付款项（占 12.48%）、其他应收款（占 7.35%）和存货（占 56.56%）构成。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金分别为 19.48 亿元、44.98 亿元和 54.63 亿元，年均复合增长 67.47%，主要系发行债券所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要为银行存款；其他货币资金为 68.28 万元，

系邵阳市新城文化产业片区投资建设有限公司存放于银行的保证金存款。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 64.69%。截至 2016 年底，公司应收账款余额 40.98 亿元，同比增长 38.24%，主要系应收邵阳市人民政府回购代建项目款增加所致。公司应收账款账龄在 1 年以内占比 29.77%；1~2 年的占比 27.00%；2~3 年的占比 3.13%；3 年以上的占比 40.10%。公司应收账款合计计提坏账准备 1.85 亿元。公司应收账款整体规模较大，账龄较长，占用资金明显。截至 2016 年底，公司应收账款前五名客户欠款占全部应收账款的 91.58%，集中度高。

表 12 截至 2016 年底公司应收账款前五名明细（单位：亿元，%）

-单位	余额	比例	款项性质
邵阳市人民政府	35.22	85.94	代建项目回购款
邵阳市彰泰投资置业有限公司	0.73	1.78	购地款
湖南湘体置业有限责任公司	0.66	1.61	购地款
邵阳市宸宇房地产开发有限公司	0.56	1.35	购地款
湖南信成投资置业有限公司	0.36	0.89	购地款
合计	37.53	91.58	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预付款项分别为 16.01 亿元、19.08 亿元和 50.53 亿元，年均复合增长 77.67%。截至 2016 年底，公司预付款项同比增长 164.82%，主要系预付工程款增加和合并范围变化所致。

2014~2016 年，公司其他应收款分别为 24.10 亿元、32.92 亿元和 29.75 亿元，年均复合增长 11.10%。截至 2016 年底，公司其他应收款主要为对其他城建公司的借款和部分往来款、拆迁费。公司其他应收款账龄在 1 年以内占比 49.50%；1~2 年的占 22.94%；2~3 年的占 10.84%；3 年以上的占 16.72%。公司与政府往来没有计提坏账准备，剩余的其他应收款合计计提坏账准备 1.78 亿元，计提比例按账龄在 5~50%之间递增。截至 2016 年底，公司其他应收款的前五名明细如下表所示：

表13 截至2016年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元，%）

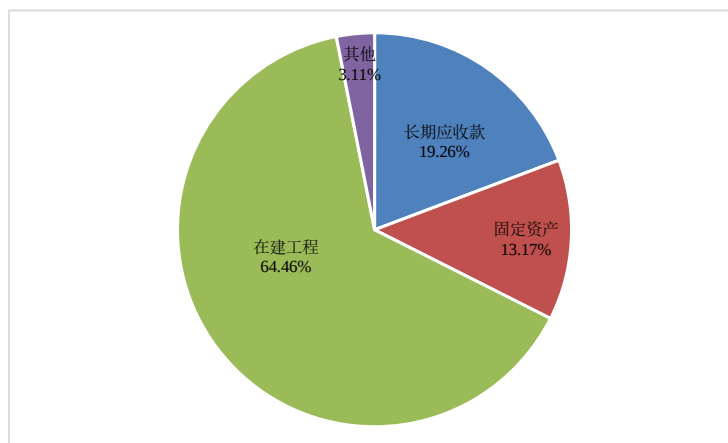
单位	余额	占比	款项性质
邵阳市宝庆产业集中区投资建设开发有限公司	3.26	10.95	借款及利息
湖南万力建设集团有限公司	2.54	8.52	往来款
邵阳龙晟新城镇建设投资开发有限公司	2.21	7.42	往来款
邵阳市桂花大桥工程建设指挥部	2.20	7.39	拆迁费
邵阳市人民政府房屋征收管理办公室	2.70	9.08	往来款
合计	12.90	43.36	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货分别为 182.00 亿元、225.91 亿元和 229.02 亿元，年均复合增长 12.18%。截至 2016 年底，公司存货主要系土地开发成本，土地开发成本中包含评估值约 205.07 亿元的土地资产，其中账面价值 171.27 亿元的土地资产用于抵押，抵押比率高。公司存货中的土地资产均按成本法入账，均价为 1335.98 元/平方米，从近三年土地出让均价看，成本法入账价值略高，如因市场变化等因素导致土地资产出现大幅跌价，公司将面临存货跌价风险。

2014~2016 年，公司非流动资产分别为 91.08 亿元、102.41 亿元和 166.52 亿元，年均复合增长 35.21%，主要源于长期应收款和在建工程的增加。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由长期应收款（占 19.26%）、固定资产（占 13.17%）和在建工程（占 64.46%）构成。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2015~2016 年，公司长期应收款分别为 2.41 亿元和 32.06 亿元，同比大幅增长，主要原因是邵阳市人民政府指定公司子公司邵阳市城投保障性住房开发有限公司（以下简称“保障房公司”）作为承贷主体向国家开发银行、中国农业发展银行申请贷款 30 余亿元，贷款资金主要用于支持县级政府平台的棚户区改造项目、危房改造项目、保障房建设项目等；长期应收款主要是应收邵阳市大祥区棚户区改造建设投资有限公司（10 亿元）、邵阳市北塔区棚户区改造城镇建设开发有限公司（5 亿元）、邵阳市双清区棚户区改造建设投资有限公司（5.11 亿元）等单位的项目借款。

2014~2016 年，公司固定资产原值分别为 42.14 亿元、36.38 亿元和 26.61 亿元，年均复合下降 20.54%。截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 4.66 亿元，计提减值准备 0.02 亿元，固定资产账面价值 21.92 亿元，同比下降 31.73%，主要系代建项目移交邵阳市政府所致；固定资产主要为代建的道路、桥梁及管道沟渠等；2014~2016 年，公司固定资产中代建项目占比分别为 84.17%、81.99% 和 75.08%，代建项目占比较高。

公司在建工程主要为在建的城市基础设施代建项目，2014~2016 年分别为 49.02 亿元、64.85 亿元和 107.34 亿元，年均复合增长 47.97%。2016 年公司在建工程中当年发生的资本化利息为 16.25 亿元。

总体看，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；应收账款大幅增长，对公司资金占用大；存货中大部分土地资产已用于抵质押；固定资产和在建工程主要以代建项目为主；资产质量一般，流动性弱。

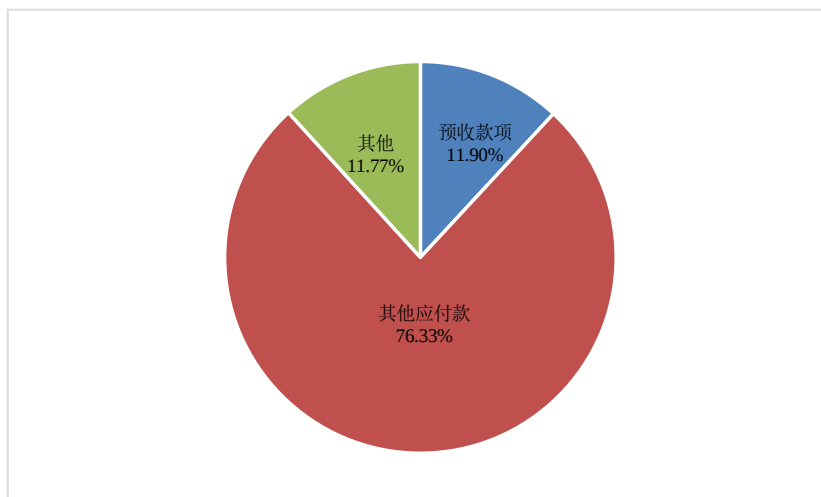
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2014~2016 年，公司负债分别为 145.55 亿元、208.55 亿元和 321.18 亿元，年均复合增长 48.55%。从构成看，截至 2016 年底，公司负债总额中流动负债占比 28.36%，非流动负债占比 71.64%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债分别为 50.92 亿元、64.98 亿元和 91.08 亿元，年均复合增长 33.74%，主要系其他应付款增加所致。从构成看，截至 2016 年底，公司流动负债主要由预收款项（占 11.90%）和其他应付款（占 76.33%）构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

公司预收款项主要为预收代建项目款和预收土地整理款（用地单位通过招拍挂取得土地时可冲抵土地出让金，若招拍挂不成功公司全额退回该款项），2014~2016 年分别为 12.04 亿元、10.65 亿元和 10.84 亿元，年均复合下降 5.11%。从账龄上看，截至 2016 年底，公司预收款项账龄在 1 年以内的占比 7.13%；1~2 年的占比 24.25%；2~3 年占比 13.05%；3 年以上占比 55.57%。

2014~2016 年，公司其他应付款分别为 34.01 亿元、42.78 亿元和 69.52 亿元，年均复合增长 42.96%。截至 2016 年底，公司其他应付款同比增长 62.49%，主要为合并范围增加和应付邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司的往来款增加所致。从账龄分布看，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 43.88%，1~2 年的占 26.99%，2~3 年的占 6.85%，3 年以上的占 22.28%。

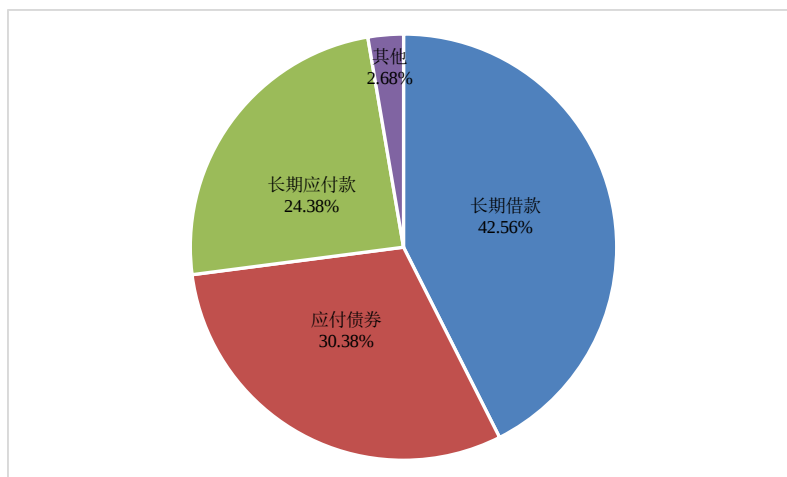
表14 截至2016年底公司其他应付款前五名情况（单位：亿元，%）

单位	余额	占比
邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司	23.96	34.46
邵阳市土地储备中心	7.53	10.83
邵阳市财政局	3.90	5.61
湖南体育产业集团邵阳体育中心建设投资有限公司	2.78	4.00
邵阳市北塔区财政局	2.56	3.68
合计	40.73	58.59

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司非流动负债分别为 94.64 亿元、143.57 亿元和 230.11 亿元，年均复合增长 55.93%，主要系长期借款和长期应付款大幅增长所致。从构成看，截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 42.56%）、应付债券（占 30.38%）和长期应付款（占 24.38%）构成。

图 6 截至 2016 年底公司非流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期借款年均复合增长 39.21%。截至 2016 年底，公司长期借款 97.93 亿元，同比增长 42.35%，其中抵质押借款 70.46 亿元，公司使用自有土地资产、补贴收益权、应收账款以及污水处理费收费权进行抵质押；应付债券 69.90 亿元，同比增长 31.62%，分别为企业债券 30.81 亿元、非公开定向债务融资工具 29.22 亿元和中期票据 9.87 亿元；长期应付款为 56.11 亿元，同比增长 272.26%，主要为融资租赁款、债务置换款（28.94 亿元），其中融资租赁款已计入调整后长期债务。

表 15 截至 2016 年底公司长期应付款前五名情况（单位：亿元，%）

单位	余额	占比
邵阳市财政局（债务置换借款）	28.94	51.58
申万宏源证券有限公司	8.00	14.26
国开（北京）新型城镇化发展基金二期（有限合伙）	4.00	7.13
远东国际租赁有限公司	3.74	6.67
邦银金融租赁公司	2.65	4.72
合计	47.33	84.35

资料来源：公司审计报告

债务负担方面，2014~2016 年，公司全部债务年均复合增长 33.99%，截至 2016 年底，公司全部债务合计 198.29 亿元，同比增长 32.57%，其中长期债务占比 98.07%。从债务指标来看，近年来，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持续上升，2016 年底分别为 56.21%、43.79%和 44.21%。

总体看，近三年公司负债规模快速上升，以非流动负债为主，债务结构方面，以长期债务为主，债务规模持续上升，未来项目资金需求量较大，未来债务水平或将进一步升高。

（2）所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 202.58 亿元、247.84 亿元和 250.25 亿元，年均复合增长 11.15%，主要系邵阳市人民政府注入资产所致。截至 2016 年底，公司所有者权益主要由资本公积（占 86.77%）和未分配利润（占 10.64%）构成。

公司资本公积主要为政府注入的土地资产，且大部分已用于抵质押贷款，2014~2016 年分别为 176.07 亿元、217.52 亿元和 217.13 亿元，年均复合增长 11.05%。截至 2016 年底，公司资本公积同比下降 0.18%，主要系政府无偿划拨出子公司所致。

总体看，公司所有者权益结构较稳定。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于基础设施代建业务、土地开发业务以及供排水及燃气业务，2014~2016 年营业收入（主营业务收入）分别为 11.16 亿元、26.07 亿元和 22.59 亿元，2016 年营业收入同比下降 13.35%，主要系土地开发收入大幅下降所致。2014~2016 年，公司营业成本（主营业务成本）分别为 6.81 亿元、23.26 亿元和 20.49 亿元；同期，公司营业利润率（主营业务利润率）分别为 34.89%、10.60%和 9.09%，呈下降趋势，主要系基础设施代建业务和土地开发业务毛利率下降所致。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司的费用总额波动下降，年均复合减少 1.43%，主要系销售和管理费用减少所致。2016 年，公司期间费用总额为 2.93 亿元，同比增长 21.00%。从构成来看，销售费用占比 5.98%、管理费用占 39.03%，财务费用为 55.00%。2016 年，公司销售费用为 0.17 亿元，同比下降 7.76%，主要系业务规模收缩所致。所致；管理费用为 1.14 亿元，同比增长 8.49%，主要系人工成本上升所致；财务费用为 1.61 亿元，同比增长 36.83%，主要系公司债务增加进而利息支出增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比波动下降，分别为 26.99%、9.28%和 12.95%，公司费用对利润形成一定的侵蚀，公司费用控制能力有待提高。

2014~2016 年，公司营业利润分别为 1.30 亿元、0.08 亿元和-1.92 亿元，2016 年公司营业利润同比大幅下降，主要系营业收入下降、期间费用增长以及资产减值损失（系应收款项计提的坏账）上升所致；同期，公司获得政府补贴收入分别为 2.60 亿元、4.07 亿元和 4.82 亿元，主要系基础设施建设补贴、保障性安居工程配套设施补助、棚户区改造补助等；同期，公司利润总额分别为 3.91 亿元、4.16 亿元和 2.90 亿元，波动下降。

从盈利指标来看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率持续下降；2016 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.03%和 1.14%，分别较上年下降 0.40 个和 0.56 个百分点，盈利能力有所减弱。

总体看，受近年来土地市场低迷影响，公司土地开发收入不断下降；代建基础设施项目由于政府回购时间不确定性较大，难以维持营业收入持续性增长，短期内盈利能力提升的可能性较小，公司整体盈利水平较弱，利润总额对财政补贴依赖大。

5. 现金流分析

经营活动方面，近三年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 25.12%；公司 2016 年经营活动现金流入 23.91 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来款和利息收入）。2014~2016 年，公司经营活动现金流出持续下降，年均复合下降 26.43%；2016 年公司经营活动现金流出为 7.29 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；公司 2016 年经营活动现金流量净额为 16.62 亿元。从收现质量来看，近三年公司现金收入比分别为 135.57%、56.19%和 72.53%，受基础设施代建项目回款滞后影响，公司收现质量较差且呈下降趋势。

投资活动方面，公司对外投资规模较大，近三年公司投资活动现金流入规模年均复合增长 78.47%；2016 年公司投资活动现金流入 5.74 亿元，主要为收回投资收到的现金（理财产品）。近三年投资活动现金流出量年均复合增长 36.83%，2016 年投资活动现金流出 51.83 亿元，主要用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产，以及投资支付的现金；2016 年公司投资活动现金流净额为 -46.09 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入快速增长，近三年年均复合增长 40.52%，2016 年公司筹资活动现金流入 84.34 亿元，主要为借款和发行债券所收到的现金；公司筹资活动现金流出近年来

迅速增长，近三年年均复合增长 77.33%，2016 年公司筹资活动现金流出 41.33 亿元，主要为偿还债务和偿付利息所支付的现金；2016 年公司筹资活动现金流净额为 43.01 亿元。

总体看，公司投资规模较大，经营活动收现质量较差，所产生的净现金流难以满足公司投资需求，筹资活动持续大额净流入，公司对外筹资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 5.05 倍、5.45 倍和 4.45 倍；速动比率分别为 1.47 倍、1.97 倍和 1.93 倍；经营现金流流动负债比分别为 3.55%、2.99%和 18.25%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力有所提升。考虑到公司短期债务规模较小，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，受利润总额影响，公司 EBITDA 波动下降，分别为 5.58 亿元、5.84 亿元和 4.92 亿元；同期，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.04 倍和 0.02 倍，指标弱化的原因主要是债务总额增长迅速，考虑到邵阳市政府对公司的综合支持及公司拥有大量的土地资产，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司共计获得银行授信额度 121.90 亿元，已使用授信额度 64.05 亿元，尚余授信 57.85 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2016 年底，公司对外担保余额共计 102.53 亿元，占公司净资产比例为 40.97%，对外担保明细如下表所示。被担保企业均为与公司保持长期合作关系的项目承建、合作公司，公司为保证项目顺利进行为被担保人提供担保。被担保人资信状况良好，且已提供反担保措施。但公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表16 截至2016年底公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保公司	担保余额
邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司	12.13
邵阳市国有资产投资经营有限公司	5.00
邵阳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	9.80
邵阳市宝庆公路桥梁工程有限公司	1.40
湖南省棚户区改造投资有限公司	69.02
湖南省保障性安居工程投资有限公司	2.58
合计	102.53

资料来源：企业提供

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430502000155708），截至 2017 年 5 月 18 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。

总体看，公司资产流动性一般，短期支付能力尚可；经营现金流入具有一定滞后性；长期偿债能力一般；公司间接融资渠道畅通。未来随着公司投资项目的投产运营，公司整体偿债能力有望继续增强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至 2016 年底,公司全部债务为 198.29 亿元,长期债务为 194.99 亿元。本次债券发行额度 10.00 亿元,假设本期公司发行债券 10.00 亿元,分别占公司全部债务和长期债务的 5.04%和 5.13%,相对于目前公司债务规模,本次债券发行额度较小。

截至 2016 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 56.21%、44.21%和 43.79%。以 2016 年底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期债券发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 56.96%、45.42%和 45.03%,分别较未发债上升 0.75、1.22 和 1.23 个百分点,公司债务负担将有所加重,但仍处于较适宜水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础,公司 2016 年 EBITDA 为 4.92 亿元,为本次公司债券发行额度的 0.49 倍,EBITDA 对本次债券的保障能力尚可;公司经营活动现金流入量为 23.91 亿元,对本次债券发行额度的保护倍数为 2.39 倍,对本次债券的保障能力较好。

综合以上分析,联合评级认为,公司对本次债券的偿还能力较好。

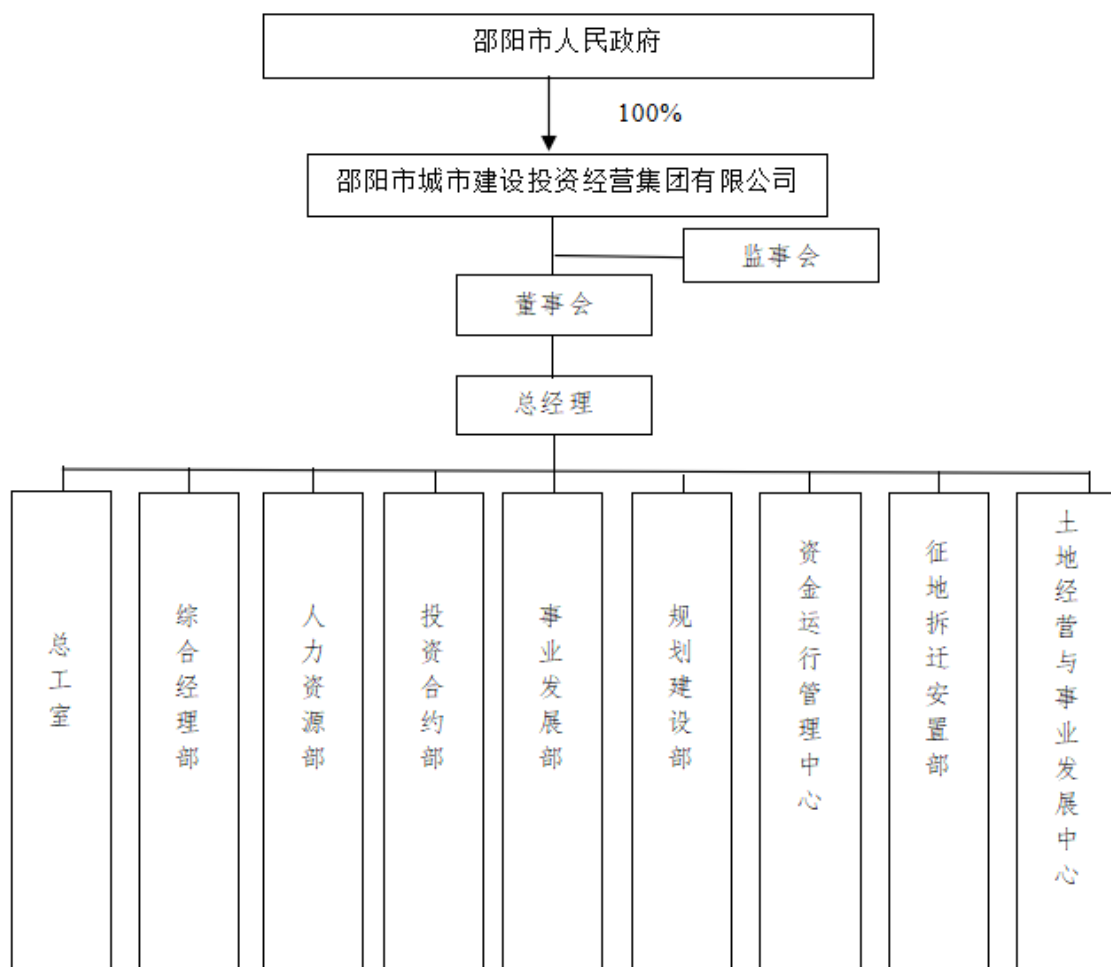
九、综合评价

公司作为邵阳市城市基础设施投资建设的重要实体,在政府支持方面具有显著优势,区域垄断地位明显。同时,联合评级也关注到公司资产流动性弱,债务规模大幅上升,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及回款时间不确定等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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。未来,随着公司土地开发及基础设施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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及对本次债券偿债能力的分析,联合评级认为,本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司 股权结构及组织架构图



附件 2 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司

主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	348.13	456.38	571.43
所有者权益（亿元）	202.55	247.84	250.25
短期债务（亿元）	2.78	7.18	3.30
长期债务（亿元）	92.54	136.97	194.99
全部债务（亿元）	95.32	144.16	198.29
主营业务收入/营业收入(亿元)	11.16	26.07	22.59
净利润（亿元）	3.89	3.82	2.83
EBITDA（亿元）	5.58	5.84	4.92
经营性净现金流（亿元）	1.81	1.95	16.62
应收账款周转次数（次）	0.74	1.17	0.64
存货周转次数（次）	0.04	0.11	0.09
总资产周转次数（次）	0.03	0.06	0.04
现金收入比率（%）	135.57	56.19	72.53
总资本收益率（%）	1.70	1.43	1.03
总资产报酬率（%）	1.46	1.31	0.85
净资产收益率（%）	1.92	1.70	1.14
营业利润率(%)	34.89	10.60	9.09
费用收入比（%）	26.99	9.28	12.95
资产负债率（%）	41.81	45.70	56.21
全部债务资本化比率（%）	32.00	36.78	44.21
长期债务资本化比率（%）	31.36	35.59	43.79
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	0.68	0.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.02
流动比率（倍）	5.05	5.45	4.45
速动比率（倍）	1.47	1.97	1.93
现金短期债务比（倍）	7.14	6.26	16.56
经营现金流动负债比率（%）	3.55	2.99	18.25
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.56	0.58	0.49

注：1.公司 2014 年财务报表采用旧会计准则编制，2016 财务报表采用新会计准则编制，并对 2015 年数据进行追溯调整，2015 年财务数据采用 2016 年财务报表期初调整数；2.本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3.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；4.报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

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	
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 + 少数股东权益

附件 4 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。