

2014 年邵阳市城市建设投资经营集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【95】号 01

债券简称：14 邵阳城投
债/PR 邵城债

增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：
2021 年 1 月 17 日

债券偿还方式：
按年付息，债券存续期
的第三年至第七年等额
偿还 20% 本金

分析师

姓名：
邓艰 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2014 年邵阳市城市建设投资经营集团有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 29 日	2018 年 6 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“邵阳城投”或“公司”）及其 2014 年 1 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础，公司是邵阳市重要的城市建设和运营主体，经营的公用事业具有区域垄断性，可持续性较好，且获得的外部支持力度仍较大，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司内部管理不规范，基础设施代建业务大部分项目暂缓，资产流动性较弱，融资渠道受限，面临较大的资金压力及偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年，邵阳市实现地区生产总值 1,782.65 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.6%；区域经济较快增长，继续为公司发展提供了良好的基础。
- 公司是邵阳市重要的城市建设和运营主体，经营的公用事业具有区域垄断性，可持续性较好。2018 年公司实现营业收入 34.02 亿元，同比增长 21.11%。截至 2018 年末，公司已整理待出让土地约 1,000 亩，已完工待结算收入的代建项目 17.50 亿元，此外，自来水、燃气、污水处理、机场管理等业务具有区域垄断性，近年收入保持增长。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2018 年，邵阳市政府向公司注入股权等资产合计 35.33 亿元，并相应增加资本公积；给予财政补贴 2.41 亿元。
- **国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司为本期债券提供的抵押资产为 14 宗国有土地使用权，基于 2013 年 7 月 19 日湖南万源评估咨询有限公司出具的土地评估报告，抵押土地评估价值为 40.07 亿元，为本期债券剩余本金及一年利息之和的 5.12 倍，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

关注：

- **公司内部管理不规范。**2018 年 2 月，经邵阳市北塔区人民法院查明，罗少林在担任公司总经理期间存在非法收受贿赂行为。2018 年 4 月，审计署检查发现公司利用政府道路管网等公益性资产开展融资租赁、发行中期票据等方式违规举债，相关领导受到处分。2018 年 8 月，中国银行间市场交易商协会公告公司多起债务融资工具存在募集资金用途变更较大情形，且长时间未进行披露，公司相关业务被暂停 7 个月。截至 2018 年 6 月，针对湖南省邵阳市通过融资租赁等形成政府隐性债务 85.03 亿元，公司已提前退还银行 59.01 亿元。
- **公司基础设施代建业务大部分项目暂缓，复工时间不确定。**受湖南省压减投资项目化解政府性债务影响，公司大部分代建项目处于暂缓状态，未来开工时间不确定。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司土地资产 215.62 亿元，占总资产比重为 29.26%，其中 76.43% 已抵押；应收款项年末余额为 110.62 亿元，占总资产比重为 15.01%，回收时间不确定，对资金占用较大，资产流动性较弱。
- **公司融资渠道受限，面临较大的资金压力。**2018 年公司应监管要求控制债务总量及暂停银行间市场融资业务，融资渠道受限，融资压力较大，外加公司投资活动现金流持续净流出较大，公司面临较大资金压力。若暂停的代建项目复工还需后续投入 368.71 亿元，将进一步加重公司资金压力。
- **面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末公司资产负债率达 48.69%，有息债务为 267.36 亿元，占负债比重为 74.51%，且 2019-2021 年需要偿还本息和分别为 43.66 亿元、90.44 亿元和 58.92 亿元，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 116.65 亿元，占年末净资产的比重为 30.85%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	7,370,029.69	7,194,509.25	5,714,325.42
所有者权益	3,781,636.28	3,408,848.76	2,502,481.63
有息债务	2,673,553.66	3,107,994.63	2,300,200.04
资产负债率	48.69%	52.62%	56.21%
流动比率	4.22	4.77	4.45
营业收入	340,164.39	280,863.29	225,887.38
其他收益	23,091.77	34,161.76	0.00
营业外收入	1,698.15	406.70	48,303.54
利润总额	32,821.06	29,562.83	28,988.82
综合毛利率	13.50%	14.78%	9.30%
EBITDA	57,543.19	56,547.90	49,190.78
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.38	0.27
经营活动现金流净额	140,737.57	-127,227.27	166,212.51

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年1月17日公开发行7年期18亿元公司债券，募集资金拟用于邵阳市滨江公共租赁住房项目、邵阳市紫薇苑公共租赁住房项目、邵阳市桃花公共租赁住房项目、邵阳市颜嘉湖公共租赁住房项目、邵阳市福源公共租赁住房项目、邵阳市桂花苑公共租赁住房项目、三一大道建设项目、雪峰路建设项目、白马大道一期建设项目、湖口井大道建设项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、注册资本与实收资本没有发生变化。根据《关于做好市属国有企业监管移交工作的函》（邵国资[2018]38号），公司股东由邵阳市人民政府变更为邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”），并于2018年11月办理了工商变更手续。公司控股股东和实际控制人变更为市国资委。

2018年4月18日，审计署《2018年第2号公告：2017年第四季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果》披露公司于2017年8月至11月通过利用政府道路管网等公益性资产开展融资租赁、发行中期票据等方式，从银行、信托投资公司和融资租赁公司等机构举债72.33亿元，主要用于偿还到期债务和市政基础设施建设。2018年9月14日，国家财政部预算司网站《湖南省集中问责处理部分地区违法违规举债问题 狠刹违规举债之风》通报了对邵阳市违法违规举债行为问责情况，其中对公司党委书记、董事长龚某给予记大过处分，对公司负有主要领导责任的党委副书记、总经理许某给予记过处分，对负有直接责任和主要领导责任的副总经理廖某给予记大过处分，对负有直接责任的融资部部长罗某给予记大过处分。

2018年8月3日，根据中国银行间市场交易商协会公告的交易协会自律处分信息（2018年第7次自律处分会议审议决定），公司发行的“15邵阳城投PPN001”、“16邵阳城投PPN001”等多起债务融资工具存在募集资金用途变更较大情形，且长时间未进行披露。同时公司2016年度、2017年度财务报告也未真实披露相关债项募集资金用途变更情况。经审议，给予邵阳城投严重警告处分，暂停相关业务7个月；责令其针对本次事件中暴露出的问题进行全面深入的整改；给予责任人廖继发警告处分，并建议其参加协会信息披露相关培训，截至2019年3月3日，公司银行间市场相关业务暂停处罚已到期。

2018年9月25日，根据审计署《2018年第48号公告：2018年第二季度国家重大政策措

施落实情况跟踪审计结果》披露的整改较好的事例显示，针对湖南省邵阳市通过融资租赁等形成政府隐性债务85.03亿元，截至2018年6月，邵阳市城市建设投资经营集团有限公司已筹集自有资金和邵阳市人民政府清理盘活的财政资金，提前退还银行59.01亿元。同时，邵阳市开展自查，并研究出台化解政府性债务三年行动计划，清理信托和融资租赁等非银行类金融机构债务，开展土地出让收入和闲置土地专项清理，全面清缴房地产企业欠款，无条件收回有政府性债务单位的闲置土地，加强对政府隐形债务增长及风险的管控。中证鹏元将持续关注以上事件后续发展对公司经营的影响。

2018年，公司新增纳入合并范围子公司6家，其中政府划入子公司4家，新设子公司2家。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
邵阳市水务投资集团有限公司	100%	20,000.00	水务投资；水利基础设施建设；开发利用水资源	划拨
邵阳市交通建设投资有限公司	100%	10,000.00	交通运输设施建设	划拨
邵阳武冈机场建设有限责任公司	100%	12,307.70	邵阳武冈机场的投资建设和经营	划拨
邵阳武冈机场有限责任公司	100%	2,000.00	机场航空服务	划拨
邵阳市恒昇城建开发有限公司	100%	200.00	房屋建筑业；建筑装修，安装	新设
邵阳市路源城乡建设开发有限公司	100%	200.00	房屋建筑业；建筑装修，安装	新设

注：其中邵阳武冈机场建设有限责任公司和邵阳武冈机场有限责任公司为邵阳市航空产业发展投资有限责任公司全资子公司。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业

中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违

法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方

	方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)		政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年邵阳市整体经济保持增长，经济实力进一步增强

2018年邵阳市实现地区生产总值1,782.65亿元，按可比价格计算，同比增长7.6%。人均GDP为24,178.00元，是全国人均GDP的比重为37.40%。第一产业增加值295.82亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值626.83亿元，同比增长7.3%；第三产业增加值860.01亿元，同比增长9.4%。从产业结构来看，2018年邵阳市三次产业结构比为16.6:35.2:48.2，其中第二产业比重不变，第三产业比重则较上年提高了2.9个百分点。

2018年，邵阳市全部工业增加值为516.12亿元，同比增长7.4%，对GDP增长的贡献率为30.2%。其中，高新技术产品实现增加值400.69亿元，占规模工业比重为64.5%，同比增长了5.1个百分点，工业结构逐步改善。传统工业方面，除木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业同比下降5.5%，农副食品加工业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业、金属制品业、汽车制造业、其他制造业同比均有所增长，增长幅度分别为0.1%、9.4%、2.3%、2.1%、0.4%、2.6%。2018年，全市规模工业企业实现主营业务收入1,965.06亿元，同比增长6.8%；实现净利润89.32亿元、同比增长26.4%，利税总额117.12亿元，同比增长19.7%。

固定资产投资是邵阳市经济增长的主要动力，2018年全市完成固定资产投资2,024.11亿元，同比增长10.0%，其中，房地产投资190.25亿元，增长12.4%；基础设施投资374.40亿元，下降8.4%，但其中交通投资增长24.5%；完成工业投资906.23亿元，增长53.1%；高新技术产业完成投资74.07亿元，增长43.5%。

2018年邵阳市实现社会消费品零售总额987.87亿元，同比增长10.3%，增速同比下滑了0.7个百分点。2018年邵阳市进出口实现22.86亿美元，增速同比提高了4.7个百分点至34.5%，利于邵阳市经济保持持续增长。

表 3 邵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,782.65	7.60%	1,691.50	8.10%
第一产业增加值	295.82	3.60%	333.47	4.00%
第二产业增加值	626.83	7.30%	595.13	6.50%
第三产业增加值	860.01	9.40%	762.9	11.30%
工业增加值	516.12	7.40%	497.21	6.80%
固定资产投资	2,024.11	10.00%	1,840.10	13.10%
社会消费品零售总额	987.87	10.30%	926.24	11.00%
进出口总额（亿美元）	22.86	34.50%	16.95	29.80%
存款余额	2,853.74	2.10%	2,795.05	14.20%
贷款余额	1,419.20	11.80%	1,269.59	20.60%
人均 GDP（元）	24,178.00		23,018.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	37.40%		38.58%	

资料来源：2017-2018 年邵阳市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年邵阳市实现公共财政收入94.24亿元，同比下降3.4%，主要是由于国有资源（资产）有偿使用收入同比减少37.53%至10.27亿元，其中税收收入56.68亿元，占公共财政收入比重为60.15%；实现政府性基金收入98.21亿元，同比增长448.65%；同期邵阳市公共财政支出为559.67亿元，同比增长9.57%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为16.84%。

四、经营与竞争

公司是邵阳市重要的基础设施建设和土地开发主体，同时经营自来水、燃气和污水处理等公用事业。2018年，公司实现主营业务收入为340,098.41万元，其中土地开发、基础设施代建收入占比分别为21.33%和61.11%，仍是公司收入的主要来源。2018年，公司各项业务收入均有所增长，主营业务收入同比增长21.12%。其中，受益于土地出让规模的增长以及武冈机场的全面运营，公司土地开发收入和机场管理收入分别同比增长59.74%和237.81%，为72,527.27万元和19,173.42万元。

2018年，公司主营业务毛利率为13.48%，同比小幅下滑1.28个百分点。分业务来看，2018年土地开发业务毛利率同比增长6.64个百分点，基础设施代建业务和自来水、燃气、污水处理业务也分别提高了3.61和1.98个百分点。机场业务持续亏损较大，工程施工和其他业务毛利率出现不同程度的下滑，分别下降20.68和3.31个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	72,527.27	37.54%	45,402.69	30.90%
基础设施代建	207,830.21	12.75%	197,843.10	12.39%
自来水、燃气、污水处理	28,508.86	10.73%	23,574.81	8.75%
工程施工	11,400.87	46.64%	7,098.04	67.30%
机场管理	19,173.42	-88.09%	5,675.87	-89.97%
其他业务	657.78	96.33%	1,203.63	97.56%
合计	340,098.41	13.48%	280,798.14	14.76%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司土地开发业务收入规模快速增长，毛利率大幅提高，但该业务易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在波动

公司承担邵阳市土地开发业务，代理政府进行土地一级开发，根据土地市场情况将所整理开发的土地交由土地储备中心以“招、拍、挂”方式出让，待土地出让后，财政部门扣除相关税费将资金按一定比例返还给公司。公司将收到的土地出让款记为土地开发收入，将土地整理过程中发生的成本及上缴的各种税费计入土地开发成本。

2018年公司出让土地主要以商住用地为主，当期共出让土地262.97亩，同比减少58.08%，但由于出让土地所处地段较好，实现土地收入72,527.27万元，同比提高59.74%。受益于部分土地出让单价较高，土地出让毛利率也同比提升了6.64个百分点至37.54%。

公司不断加大对邵阳市征地拆迁和土地整理开发的力度，截至2018年末，公司已整理待出让的土地约1,000亩，公司未来土地开发业务可持续性较好。但土地出让易受当地土地规划及土地一级市场影响而产生波动，且征地拆迁成本日益提高，公司未来土地开发收入规模及收益存在波动的可能。

表5 2018年公司实现的土地开发收入明细情况（单位：亩、万元）

地块编号	面积	总投资金额	已确认土地收入
桃花新城 12-08 地	133.57	18,904	41,760.00
桃花新城 12-01、12-02 地	137.39	25,493	29,300.00
北塔四期	7.01	1,112.95	2,667.27
桃花新城 6-18c 地	-15.00	-211.89	-1,200.00
合计	262.97	45,298.06	72,527.27

注：桃花新城 6-18c 地，根据政府意见退地。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

基础设施代建业务仍是公司最主要的收入来源，但受政府调控和资金影响，目前大部

分项目已暂缓，复工时间不确定

公司作为邵阳市城市基础设施建设运营的主体，根据市政府规划，每年承担大量的基础设施代建业务，包括城市路网、交通基础设施、城市供排水、区域环境治理、保障性安居工程等，公司基础设施代建业务的模式主要有两种：①公司与市政府分项目签订BT回购协议，协议约定以项目代建投资额加计项目代建人投资利息和投资回报作为项目总价款，公司代建业务的加成比例在12%左右，主要针对保障房项目；②公司与政府签订框架性协议，协议约定以代建项目投资额的10%~12%的加成比例对代建项目进行回购，主要针对道路、桥梁等市政项目的建设。根据《邵阳市人民政府办公室关于市城建投集团承担的市政项目投资回报结算有关问题的通知》（市政办函[2008]177号文件），邵阳市政府决定对公司自2009年1月1日起承建的市政建设项目，竣工后按财政投资评审中心确认的投资额的112.00%结算，以最终财务决算为准。决算审计前暂按财政批复的总概算作为结算价格，决算审计完成后按审定结算值进行调整。实际操作中，由于成本的上升，2017-2018政府加成比例均为18%。

近年来公司代建业务收入主要来源于宝庆路提质改造（邵水桥东至火车北站段）、东互通连接线等项目，2018年实现收入207,830.21万元，同比增长5.05%，主要系政府结算增加所致。由于财政投资评审中心认定的投资成本与公司实际投资成本存在差异，导致基础设施代建业务毛利率有所变化，2018年同比提高0.36个百分点至12.75%。

表 6 2018 年公司代建项目确认收入明细（单位：万元）

代建项目	投资成本	结算金额
宝庆路提质改造(邵水桥东至火车北站段)	25,818.50	30,465.82
东互通连接线	155,592.62	183,599.29
合计	181,411.12	214,065.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年4月7日，根据《湖南省财政厅关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，为防范化解政府性债务风险，各地应按照“停、调、缓、撤”的原则压减投资项目。对不属于中央重点项目和省委省政府按安排的12件民生实事的项目与省政府工作报告明确的重点项目，未开工建设的，一律停建；虽已开工建设，但停止之后无重大影响的，一律暂缓；虽已开工建设且停建会造成重大影响的项目，要从严调减投资规模；对于2017年7月15日以后举借的系统外需要财政资金偿还的债务，撤销相应项目，对异地扶贫搬迁、棚户区改造等中央重点项目和省委省政府安排的12件民生实事项目以及省政府工作报告明确的重点项目，要通过统筹资金、盘活资产等方式重点保

障，但不能作为违规举债的借口。

截至2018年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资518.09亿元，已投资149.38亿元，已完工未结算项目账面价值17.50亿元。截至2019年4月末，公司大部分项目仍处于暂缓状态，复工时间不确定，公司业务受到影响。如项目复工，后续需投入368.71亿元。若暂缓项目确定不再继续实施，根据邵阳市政府文件《“防、控、化、改、转”——邵阳市权利打好防范化解政府性债务风险攻坚战》，邵阳市将有效整合政府性基金、国有资本经营预算、国有资产处置收入等财政性资金、用于支付历史遗留的存量代建项目款项。

表 7 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
雪峰北路（魏源路-虎形山路）	8.71	7.03	1.68
2016 年城市棚户区改造项目	17.81	5.54	12.27
新城大道	9.14	9.02	0.12
资江北路（资江一桥-苗儿大桥）	8.25	3.05	5.2
雪峰大桥	4.52	4.25	0.27
文化艺术中心	4.57	4.32	0.25
邵阳市体育中心工程	10.7	9.63	1.07
昭阳路南段	3.55	0.96	2.59
紫霞星苑小区	4.25	1.56	2.69
新华南路二期	3.08	2.51	0.57
金山路	2.45	0.87	1.58
百合路	2.95	0.85	2.1
爱莲池公园	4.43	0.98	3.45
其他工程	433.68	98.81	334.87
合计	518.09	149.38	368.71

注：邵阳市体育中心工程、新城大道、雪峰大桥、文化艺术中心的已投资额和账面价值不一致的原因是“已投资额”是基于发改委认定的项目建设范围，而审计报告则依据公司签订的主合同范围，部分项目被拆分成多个合同，或是一个合同包含多个项目全部或部分内容。此外，邵水西路茅坪段及沿河风光带、桃花公园建设项目、虎形山路计划总投资分别为 6.38 亿元、8.52 亿元、2.60 亿元，项目已完工暂未结算。资料来源：公司提供

公司自来水、燃气、污水处理业务仍具有区域垄断优势，可持续性较好。但燃气、污水处理业务价格受政府指导，处于持续亏损状态

公司从事的公用事业主要包括自来水、污水处理和燃气业务，分别由下属子公司邵阳市自来水公司（以下简称“自来水公司”）、邵阳市污水处理厂（以下简称“污水处理厂”）和邵阳市燃气公司（以下简称“燃气公司”）负责运营，在当地均处于区域专营地位。2018 年实现收入 28,508.86 万元，同比增长 20.93%，毛利率同比提高 1.98 个百分点至 10.73%。毛

利率贡献主要为自来水公司。

自来水公司拥有桂花渡水厂、城西水厂、工业街水厂和洋溪桥水厂四家水厂，日供水量仍为51.50万吨，承担着整个邵阳市城区、邵东县城以及沿途四个建制镇和新邵县域的供水业务。2018年，随着城市用水需求的上升，公司自来水销售量6,470.27万吨，同比增长7.18%。公司自来水价格较上年无变化。根据公司提供的自来水公司2018年未经审计的财务报表显示，2018年自来水业务实现收入15,252.21万元，同比小幅下降0.5%。

污水处理厂拥有洋溪桥污水处理厂和红旗渠污水处理厂两座基地。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。2018年污水处理量达到5,675.28万吨，同比增长13.17%。目前该业务处于持续亏损状态。

表 8 公司水务价格情况（单位：元/吨）

项目		价格
居民用水	第一级水量（ $\leq 15\text{m}^3/\text{月}\cdot\text{户}$ ）	3.15
	第二级水量（ $15\text{m}^3/\text{月}\cdot\text{户} \leq X \leq 25\text{m}^3/\text{月}\cdot\text{户}$ ）	4.03
	第三级水量（ $\geq 25\text{m}^3/\text{月}\cdot\text{户}$ ）	6.65
行政事业单位		4.63
工业用水		4.32
经营用水		5.07
特种用水		9.94
居民污水处理		0.72
特种污水处理		1.35

资料来源：公司提供

表 9 2017-2018年公司供水情况（单位：万吨）

项目	2018年	2017年
自来水生产量	8,567.99	8,023.00
自来水销售量	6,470.27	6,037.00
产销差	2,097.72	1,986.00
污水收集量	5,675.28	5,015.00
污水处理量	5,675.28	5,015.00

资料来源：公司提供

燃气公司主要供应邵阳市市区和新邵县城的工业和居民用气，包括天然气、灌装液化气 and 车用气等，在邵阳市燃气行业中处于垄断地位。截至2018年末，燃气公司管道长度为624公里，同比增长6.30%，燃气供应量达5,084.30万立方米，同比增长13.07%。2018年燃气业务实现收入20,082.99万元，同比增长13.07%。由于价格受政府指导，供应成本

及管理费用较高，目前该业务处于持续亏损状态。

表 10 2017-2018 年公司燃气供应情况（单位：万立方米，元/立方米）

项目	2018 年	2017 年
燃气管网长度（公里）	624.00	587.00
液化天然气供应量	482.30	452.50
管道天然气供应量	4,602.00	4,044.00
燃气销售价格	3.95	3.95

资料来源：公司提供

公司的工程施工业务主要是同供排水及燃气相关的一些安装业务，2018年公司实现工程施工收入为11,400.87万元，同比增长60.62%，主要系安装自来水、燃气等业务覆盖范围扩大所致。毛利率同比下降20.66个百分点，主要是由于施工成本的上升。

机场管理收入增长较快，但盈利能力弱

公司自2017年新增机场管理业务，由子公司邵阳市航空产业发展投资有限责任公司负责运营，在当地属于区域专营地位，已相继开通了北京、郑州、长沙等九个城市的航线。目前处在高速发展期，2017-2018年公司实现机场管理收入分别为5,675.87万元和19,173.42万元，2018年同比增长237.81%，但由于前期投入成本较大及目前航班较少，航空性业务收入低，导致2017-2018年毛利率分别为-89.97%和-88.09%，该业务处于亏损状态。

整体来看，公司机场管理收入增长较快，占主营业务收入的比重也有所提升，成为公司收入的有益补充，丰富了公司收入来源，但机场管理业务的盈利能力弱。

公司在资产注入和财政补贴方面继续得到当地政府的大力支持

公司作为邵阳市政府授权的城市建设主要的运营实体，2018年邵阳市政府在资产注入、财政补贴等方面继续给予了公司大力支持。

2018年，邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会将邵阳市水务投资集团和邵阳市交通建设投资有限公司100%股权无偿划入公司，邵阳市人民政府将邵阳武冈机场建设有限责任公司和邵阳武冈机场有限责任公司100%股权无偿划入公司全资子公司邵阳市航空产业发展投资有限责任公司，资本公积合计增加138,266.05万元。根据邵阳市人民政府出具的邵市政函（2019）4号文件将债务置换形成的债权214,997.52万元转为对公司的投资。且公司收到燃气补贴、航线补贴、自来水管线补贴等政府补贴共计24,121.48万元，有效地提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

财政部于2018年6月发布了《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），公司根据相关要求按照一般企业财务报表格式编制财务报表，部分项目列报内容不同，但对集团合并及公司净利润和合并及公司股东权益无影响。

2018年，公司新纳入合并范围子公司6家。详情见表1。

资产结构与质量

2018年公司资产规模小幅增长，但土地和应收款项占比仍较高，其中大部分土地已抵押，应收款项规模较大，对资金形成较大占用，资产流动性较弱

受益于政府资产注入，截至2018年末，公司资产总额为737.00亿元，同比增长2.44%。公司资产以流动资产为主，2018年末流动资产占比为67.42%。

表 11 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	520,932.57	7.07%	1,030,434.26	14.32%
应收账款	645,373.00	8.76%	609,333.00	8.47%
预付款项	685,215.38	9.30%	696,637.29	9.68%
其他应收款	460,809.44	6.25%	383,372.34	5.33%
存货	2,653,105.37	36.00%	2,357,565.01	32.77%
流动资产合计	4,968,622.71	67.42%	5,090,124.94	70.75%
长期应收款	313,429.77	4.25%	374,533.24	5.21%
在建工程	1,668,764.12	22.64%	1,571,716.24	21.85%
非流动资产合计	2,401,406.98	32.58%	2,104,384.31	29.25%
资产总计	7,370,029.69	100.00%	7,194,509.25	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金变动较大，其中2017年货币资金数额较大的原因主要是公司新发行债券及融资租赁融资较多。2018年有息债务偿还规模较大，公司货币资金下降至52.09亿元，截至2018年末，公司无受限货币资金。2018年末应收账款余额为64.54亿元，其中应收邵阳市人民政府代建结算款为56.63亿元，占比87.74%，未计提坏账。按账龄分析法计提坏账准备的

应收账款的应收对象主要为国有和民营房地产开发企业，2018年末账面余额为9.31亿元，其中1年以上账龄占比47.05%，账龄较长，计提坏账准备1.61亿元。其他应收款主要为公司与邵阳市政府部门和国有企业的往来款，2018年同比增长20.20%，增长幅度较大。2018年末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为16.36亿元，其中1年以上账龄占比82.53%，且计提坏账准备2.97亿元。公司应收款项主要对象为邵阳市人民政府及其他国有企业，该部分应收款回收风险较小，但账龄普遍较长，回收时间不确定，占用公司大量资金，对部分民营房地产开发企业的应收账款存在一定坏账风险。公司预付款项主要是预付施工方的工程款项，2018年同比小幅下滑1.64%。2018年末预付款中账龄在1年以上占比77.56%，公司主要从事建设周期较长的土地开发及工程项目，且主要项目还在建设期，尚未办理结算，因此账龄超过1年的预付账款占比较大。存货是公司最主要的资产，2018年存货规模为2,653,105.37万元，同比增长12.54%。其中，土地资产价值为215.62亿元，以商业住宅用地为主，其中，209.66亿元的土地未缴纳出让金，占比为97.24%，164.80亿元的土地用于抵押，占比为76.43%。

公司非流动资产主要由长期应收款和在建工程组成。长期应收款主要是通过债务融资再转贷给邵阳市大祥区棚户区改造建设投资有限公司、邵阳市双清区棚户区改造建设投资有限公司等国有企业所形成的借款，其中2018同比减少16.32%，主要系大面积归还欠款所致。2018年末，公司在建工程账面价值1,668,764.12万元，占总资产比重为22.64%，同比增长6.17%，受项目停建、缓建影响，增速同比下滑40.26个百分点。截至2018年末，固定资产中仍有14,949.28万元公益性资产。

总的来看，公司资产规模持续增长，但2018年末应收款项和存货分别为1,106,182.44万元和2,653,105.37万元，占总资产的比重分别为15.01%和36.00%，其中应收款项规模较大且整体账龄较长，回收时间不确定，占用公司较大规模资金；存货主要为土地，且部分土地资产已用于抵押，资产流动性较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入增长仍较快，政府补贴仍是公司利润的重要来源

公司收入及利润来源主要是基础设施代建和土地开发业务，自来水、燃气、污水处理、工程施工等业务对收入及利润形成一定补充。2018年，公司各项业务均出现一定增长，营业收入同比增长21.11%。其中土地整理及代建基础设施收入占主营业务比重分别为21.33%和61.11%，仍是公司收入的主要来源。由于出让土地地段较好，2018年公司土地开发业务同比增长59.74%。截至2018年末，公司已整理出待出让土地面积约1,000亩，土地开发收

入较有保障，但基础设施代建业务由于受政府压减投资项目影响，未来收入面临不确定性。

从毛利率来看，2018年公司综合毛利率为13.48%，同比下滑1.28个百分点。分业务来看，土地开发及基础设施代建业务毛利率分别提高6.64和3.61个百分点，自来水、燃气、污水处理和机场管理业务毛利率变化不大，工程施工业务毛利率下降20.68个百分点，主要是施工成本增加所致。

公司作为邵阳市重要的基础设施建设主体，当地政府给予公司较多的财政补贴。2018年公司收到政府补助共计24,121.48万元，占利润总额的比重为73.49%，大幅提升了公司利润水平。

表 12 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	340,164.39	280,863.29
其他收益	23,091.77	34,161.76
营业利润	32,032.97	29,963.13
营业外收入	1,698.15	406.70
利润总额	32,821.06	29,562.83
综合毛利率	13.50%	14.78%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司融资渠道受限，投资活动现金流流出规模较大，未来面临较大的资金压力

公司经营活动现金流主要来自代建项目结算收入、收到的政府补助以及与其他单位的往来款等，易受地方财政资金支出安排影响，具有一定的不确定性。2018年公司经营业务回款规模增加，收现比同比大幅提高至0.95，经营活动现金流由负转正为140,737.57万元。

投资活动现金流主要系对外股权投资、在建项目的现金投入，近年来净流出规模较大。2018年，公司应湖南省压减投资项目要求，暂缓大部分基础设施代建业务，全年投资活动现金流净额为-27.18亿元，同比下降51.82%。

2018年，为化解违规举债增加的政府隐形债务，公司应邵阳市委、市政府“债务只减不增”的总原则，对其债务进行“控增量，化存量”；由于公司变更债务融资工具募集资金用途且长时间未披露，相关融资业务被暂停7个月。受此影响，公司融资渠道受限，全年公司筹资活动现金流净额由正转负，净流出34.83亿元。截至2018年末，公司的土地资产76.43%已用于抵押，后续对外融资能力受限，面临较大资金压力。

表 13 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.95	0.24
销售商品、提供劳务收到的现金	322,296.56	67,231.52
经营活动现金流入小计	481,225.66	104,186.42
购买商品、接受劳务支付的现金	305,963.08	136,053.14
支付其他与经营活动有关的现金	6300.63	77003.64
经营活动现金流出小计	340,488.09	231,413.68
经营活动产生的现金流量净额	140,737.57	-127,227.27
投资活动产生的现金流量净额	-271,845.34	-564,246.16
筹资活动产生的现金流量净额	-348,325.44	1,145,574.82
现金及现金等价物净增加额	-479,433.20	454,101.39

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，偿债压力大

得益于政府资本注入，2018年末公司所有者权益同比增长10.94%。由于公司工程项目资金需求较大，债务水平较高。2018年产权比率为94.89%，净资产对负债的保障能力有所提高。

表 14 2017-2018 年公司主要负债结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	3,588,393.41	3,785,660.49
所有者权益	3,781,636.28	3,408,848.76
产权比率	94.89%	111.05%

数据来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构仍以非流动负债为主，2018年末占总负债比例为67.20%。

公司流动负债主要由其他应付款构成。其他应付款主要是应付往来款和借款，2018年末高达92.47亿元，同比增长26.60%，主要是由于公司2018年资金压力较大。

公司非流动负债主要是由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款持续减少，应付债券持续增长。截至2018年，长期借款57.69亿元，同比下降9.66%，主要系部分长期借款被置换偿还所致。长期借款主要为抵质押借款和保证借款，利率为基准利率上浮30%-50%，约为7%-8%。应付债券110.19亿元，同比增长3.49%，其中，2017年新增发行“17邵阳城投PPN001”、“17邵阳城投债01”、“17邵阳城投MTN003”等债券，2018年新增发行“18邵阳城投MTN001”、“18邵阳城投SCP001”。利率约为6%-8%。长期应付

款主要为融资租赁借款和应付湖南省棚户区改造投资有限公司转贷资金等，2018年同比减少16.31%，主要系欠款归还所致。

表 15 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	924,691.09	25.77%	730,421.91	19.29%
流动负债合计	1,176,923.91	32.80%	1,066,306.33	28.17%
长期借款	576,878.00	16.08%	638,593.61	16.87%
应付债券	1,101,939.47	30.71%	1,064,777.49	28.13%
长期应付款	729,158.85	20.32%	988,322.06	26.11%
非流动负债合计	2,411,469.50	67.20%	2,719,354.16	71.83%
负债合计	3,588,393.41	100.00%	3,785,660.49	100.00%
其中：有息债务	2,673,553.66	74.51%	3,107,994.63	82.10%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

由于2018年公司债务清偿力度较大，且新增融资较少，有息债务比例有所降低。截至2018年12月31日，公司有息债务规模为267.36亿元，占负债总额的比重为74.51%，相比2017年下降7.59个百分点。从有息债务偿还期限来看，2019-2021年，公司分别需要偿还43.66亿元、90.44亿元和58.92亿元，偿债压力较大。

表 16 截至2018年末公司有息负债本金偿还期限分布（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务本息和	436,582.60	904,427.95	589,197.54	1,276,773.70

资料来源：公司提供

偿债能力方面，受益于政府注资以及有息债务净偿还，2018年末公司资产负债率同比下滑了3.59个百分点为52.62%，公司资产负债率逐年降低。2018年末，流动比率为4.22，速动比率为1.97。考虑到公司资产中的土地资产规模较大，且部分土地用于抵押及质押，流动资产对流动负债的实际覆盖程度较低。2018年EBITDA利息保障倍数为0.34，有息债务/EBITDA为46.46，公司长期偿债压力仍较大。

表 17 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	48.69%	52.62%
流动比率	4.22	4.77
速动比率	1.97	2.56
EBITDA（万元）	57,543.19	56,547.90

EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.38
有息债务/EBITDA	46.46	54.96

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押仍能有效提升本期债券的信用水平，但公司未对其进行跟踪评估。公司已与国家开发银行湖南省分行签订《国有土地使用权抵押担保协议》和《抵押资产监管协议》，聘请国家开发银行湖南省分行为本期债券的抵押权代理人和抵押资产监管人。根据协议公司在本期债券发行成功后20个工作日内，向土地使用权抵押登记部门申请抵押登记并将他项权证原件交予抵押权代理人，截至目前已如期办理完相关手续。本期债券存续期间，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估，并出具资产评估报告，年度评估报告的评估基准日期为本期债券当年的付息日，出具时间不超过本期债券当年付息日后的30个工作日。截至本报告出具日，未对抵押资产进行跟踪评估。以2013年7月19日为评估基准日的抵押资产评估价值对本期债券覆盖倍数¹为5.12，相对较高，我们认为抵押土地使用权仍能有效提升本期债券的信用水平，但抵押土地规模较大，极端情况下集中变现较为困难。

表 18 抵押物资产基本情况（单位：平方米，万元）

序号	土地证号	使用权面积	评估价值	用途
1	邵市国用（2013）第 D10136 号	265,079.56	21,741.48	商业住宅
2	邵市国用（2013）第 D10197 号	232,589.54	18,360.31	商业住宅
3	邵市国用（2013）第 D10315 号	205,496.65	29,100.98	商业住宅
4	邵市国用（2013）第 D10409 号	76,070.63	13,235.20	商业住宅
5	邵市国用（2013）第 D10410 号	117,105.66	15,150.43	商业住宅
6	邵市国用（2013）第 D10411 号	122,222.19	28,556.42	商业住宅
7	邵市国用（2013）第 D10486 号	187,845.47	24,333.84	商业住宅
8	邵市国用（2013）第 D10487 号	175,695.58	28,195.61	商业住宅
9	邵市国用（2013）第 D10594 号	188,990.22	18,345.55	商业住宅
10	邵市国用（2013）第 D10510 号	114,170.53	25,575.88	商业住宅
11	邵市国用（2013）第 D10231 号	113,412.14	16,347.58	商业住宅
12	邵市国用（2013）第 D10503 号	270,204.10	44,757.17	商业住宅
13	邵市国用（2013）第 D10504 号	170,476.45	53,263.00	商业住宅
14	邵市国用（2013）第 D10342 号	191,049.94	63,751.63	商业住宅
合计		2,430,408.66	400,715.08	-

注：评估基准日为 2013 年 7 月 19 日。

资料来源：湖南万源评估咨询有限公司土地评估报告（湘万源评【2013】(估)字第邵 089 号）

¹ 本期债券覆盖倍数=抵押资产最新评估价值/（本期债券剩余规模+一年期利息）。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为116.65亿元，占净资产的比重为30.85%，担保对象均为国有企业，其中对湖南省棚户区改造投资有限公司合计担保45.43亿元，湖南省棚户区改造投资有限公司是湖南省内专业从事棚户区贷款的省级平台，质押物为公司棚户区完工后政府回购的收益权；对邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司担保合计46.47亿元，邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司是邵阳市区内从事土地整理开发，保障房建设、安置房建设、棚户区改造投资开发等业务的平台，控股股东为邵阳市人民政府。但公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保类型	担保金额	被担保债务到期时间	反担保措施
邵阳龙昇新城镇建设投资开发有限公司	单人担保	4.50	2022-05-05	无
	单人担保	3.63	2021-04-08	无
	单人担保	3.50	2022-09-10	无
	单人担保	3.00	2019-11-17	无
	单人担保	3.00	2020-01-24	无
	单人担保	3.00	2020-10-21	无
	单人担保	3.00	2022-01-17	无
	单人担保	3.00	2022-07-18	无
	单人担保	2.32	2021-10-19	无
	单人担保	2.00	2019-04-17	无
	单人担保	2.00	2022-01-26	无
	单人担保	2.00	2022-08-08	无
	单人担保	2.00	2031-03-14	无
	单人担保	1.00	2021-01-05	无
	单人担保	1.00	2021-01-11	无
单人担保	0.80	2019-12-27	无	

	单人担保	0.50	2019-11-14	无
	单人担保	0.50	2020-11-28	无
	单人担保	0.50	2021-01-01	无
	抵押物担保	4.00	2020-04-16	无
	抵押物担保	1.22	2021-12-28	无
邵阳市国有资产投资经营有限公司	单人担保	5.00	2019-12-15	无
邵阳市交通枢纽建设有限责任公司	单人担保	2.55	2022-07-12	无
	单人担保	3.00	2022-07-12	无
	单人担保	2.00	2025-05-30	无
	单人担保	1.00	2020-01-31	无
邵阳宝庆产业集中区投资建设开发有限公司	单人担保	2.60	2020-06-18	无
邵阳公路桥梁建设有限责任公司	单人担保	2.60	2019-01-25	无
	单人担保	2.60	2019-01-30	无
	单人担保	2.00	2019-11-30	无
邵阳市宝庆公路桥梁工程有限公司	单人担保	1.40	2019-01-25	无
湖南省棚户区改造投资有限公司	质押物担保	40.34	2040-09-27	无
	质押物担保	5.09	2041-01-11	无
合计	-	116.65	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年邵阳市经济实力不断增强，为公司的发展营造了良好的外部环境，且公司是邵阳市重要的城市建设和运营主体，经营的公用事业具有区域垄断性，可持续性较好。公司持续获得较大的外部支持，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券偿付的安全性。

但是我们也关注到，公司内部控制存在缺陷，2018年，法院查明罗少林在担任公司总经理期间存在非法收受贿赂行为，且公司存在利用公益性资产违规举债、多起债务融资工具存在募集资金用途变更较大的问题。公司基础设施代建业务受湖南省财政厅压减投资项目化解政府性债务影响，大部分项目目前属于暂缓状态，未来开工时间不确定。公司资产中土地及应收款项占比较高，且大部分土地已抵押，资产流动性较弱。公司投资活动现金流净流出较大，若项目复工，后续投资规模较大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模仍较大，偿债压力较大。对外担保仍保持着较大规模，且无反担保措施，存在一定的代偿风险。2014-2018年度本期债券抵押资产未按要求重新做评估。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	520,932.57	1,030,434.26	546,332.66
存货	2,653,105.37	2,357,565.01	2,290,202.00
流动资产合计	4,968,622.71	5,090,124.94	4,049,162.93
在建工程	1,668,764.12	1,571,716.24	1,073,350.55
非流动资产合计	2,401,406.98	2,104,384.31	1,665,162.49
资产总计	7,370,029.69	7,194,509.25	5,714,325.42
短期借款	13,700.00	19,250.00	3,000.00
其他应付款	924,691.09	674,042.93	695,154.14
一年内到期的非流动负债	66,000.00	95,917.39	30,000.00
流动负债合计	1,176,923.91	1,066,306.33	910,771.41
长期借款	576,878.00	638,593.61	979,307.93
应付债券	1,101,939.47	1,064,777.49	698,981.20
长期应付款	729,158.85	988,322.06	561,063.25
非流动负债合计	2,411,469.50	2,719,354.16	2,301,072.38
负债合计	3,588,393.41	3,785,660.49	3,211,843.79
有息债务	2,673,553.66	3,107,994.63	2,300,200.04
所有者权益	3,781,636.28	3,408,848.76	2,502,481.63
营业收入	340,164.39	280,863.29	225,887.38
营业利润	32,032.97	29,963.13	-19,173.21
其他收益	23,091.77	34,161.76	0.00
营业外收入	1,698.15	406.7	48,303.54
利润总额	32,821.06	29,562.83	28,988.82
经营活动产生的现金流量净额	140,737.57	-127,227.27	166,212.51
投资活动产生的现金流量净额	-271,845.34	-564,246.16	-460,856.13
筹资活动产生的现金流量净额	-348,325.44	1,145,574.82	430,053.51
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	13.50%	14.78%	9.30%
收现比	0.95	0.24	0.73
产权比率	94.89%	111.05%	128.35%
资产负债率	48.69%	52.62%	56.21%
流动比率	4.22	4.77	4.45
速动比率	1.97	2.56	1.93
EBITDA（万元）	57,543.19	56,547.90	49,190.78
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.38	0.27
有息债务/EBITDA	46.46	54.96	46.76

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+应付票据+其他应付款中的有息债务+1年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。